

**MESTRADO**  
**CIÊNCIAS EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**TRABALHO DE PROJECTO**

**APLICAÇÃO DE PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL.**  
**ESTUDO DE CASO: TERMETAL, LDA**

**LEONARDO MIGUEL SOARES PINHEIRO**

**OUTUBRO - 2018**

# **MESTRADO EM CIÊNCIAS EMPRESARIAIS**

## **TRABALHO FINAL DE MESTRADO** TRABALHO DE PROJECTO

APLICAÇÃO DE PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO EMPRESARIAL.  
ESTUDO DE CASO: TERMETAL, LDA

LEONARDO MIGUEL SOARES PINHEIRO

### **ORIENTAÇÃO:**

PROFESSOR RUI FERREIRA

### **Co-ORIENTAÇÃO:**

PROFESSOR DOUTOR PAULO HENRIQUES

OUTUBRO - 2018

## NOTA DE AGRADECIMENTO

À minha família pela flexibilidade emocional e apoio,  
aos meus amigos pelos momentos de desanuviamiento e boa disposição,  
à empresa TERMETAL, Lda pela disponibilização dos relatórios financeiros,  
e aos Professores Rui Ferreira e Paulo Henriques pelos conhecimentos e tempo de  
orientação disponibilizados,  
**os meus sinceros agradecimentos.**

## RESUMO

Este projecto consistiu na concepção de uma metodologia para implementação de uma reestruturação empresarial, de uma Micro empresa portuguesa em situação de crise, na área da metalomecânica. A vertente teórica fundamenta-se numa revisão da literatura, tendo-se observado uma notável discrepância nas perspectivas e definições dos investigadores, com uma abordagem baseada em factores de declínio e crise das empresas e nas estratégias por elas praticadas. No decorrer da investigação, procurou-se sempre interligar a componente prática com a teoria investigada. Mediante um estudo de caso, que envolveu análise documental das informações financeiras, análise da cadeia de valor, do mercado externo e posterior concepção de uma matriz SWOT, realizou-se um diagnóstico da situação actual da empresa que permitiu delinear os objectivos e a proposta de estratégia futuros. A decisão final teve por base um estudo de viabilidade da implementação dos planos estratégicos – denominados “As Is” e “To Be” – assente numa metodologia de avaliação do valor dos capitais próprios no final do período considerado de reestruturação do negócio.

Palavras-Chave: Declínio Empresarial; Crise Empresarial; Reestruturação; Reestruturação Empresarial; Gestão Estratégica.

**ABSTRACT**

This project consisted of the conception and application of a practical methodology of the implementation of business restructuring in a micro portuguese company at a risky situation within the metalomechanics area. Basing the theoretical aspect on a literature review we observed a great discrepancy between the investigators' perspectives, in an approach based on the facts leading to decline and company crisis, and the common practiced strategics. In the course of the investigation, methodology was based on the different author's points of view, always interlinking the practical aspect and the investigated theory. Through a study case which involved financial documental analysis, value chain and external market analysis and posterior conception of the SWOT matrix, a diagnosis of the company's actual situation was carried out which permitted a delineate of a future strategic proposal. The final decision feel upon a viability of implementation of the strategic plans' studies comparison – called "As Is" and "To Be" – based on actualized equity market value evaluation methodology from the final of the period considered in the business restructuring.

Key-Words: Business Decline; Business Crisis; Corporate Turnaround; Restructuring; Strategic Management

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
1.1. Enquadramento do Tema de Investigação.....	1
1.2. Objectivos Centrais da Pesquisa .....	2
1.3. Motivação .....	3
<b>2. REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>3</b>
2.1. Definição e Terminologia de Turnaround/Reestruturação .....	3
2.2. Declínio/Crise Empresarial e as Suas Causas.....	4
2.3. Processo e Estratégias de Turnaround/Reestruturação .....	9
<b>3. METODOLOGIA .....</b>	<b>13</b>
<b>4. ESTUDO DE CASO .....</b>	<b>14</b>
4.1. História da Empresa.....	15
4.2. Estrutura Organizacional .....	16
4.3. Análise Externa - Modelo das 5 Forças de Porter .....	18
4.3.1. Barreiras à Entrada de Novos Concorrentes .....	18
4.3.2. Poder Negocial dos Clientes.....	18
4.3.3. Poder Negocial dos Fornecedores .....	19
4.3.4. Ameaça de Produtos Substitutos.....	20
4.3.5. Rivalidade na Indústria.....	20
4.3.6. Concorrência .....	21
4.4. Análise Interna .....	22
4.4.1. Questionário a Colaboradores.....	22
4.4.2. Análise à Cadeia de Valor .....	23
4.4.3. Recursos e Capacidades.....	25
4.4.4. Análise Operacional, Económica e Financeira .....	25
4.5. Diagnóstico da Situação Actual.....	30
4.6. Proposta de Estratégia Futura .....	31
4.6.1. Estabelecimento de objectivos do projecto .....	32
4.6.2. Ações Emergentes/Imediatas.....	33
4.6.3. Directrizes/Ações Estratégicas Futuras .....	34
4.7. Pressupostos da Análise de Viabilidade.....	38
4.8. Análise de Viabilidade da Estratégia “As Is” e “To Be” .....	42
<b>5. CONCLUSÕES .....</b>	<b>43</b>
5.1. Apuramento de Resultados .....	43
5.2. Limitações à Investigação e Propostas Futuras.....	45
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>46</b>
<b>7. ANEXOS .....</b>	<b>50</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>FIGURA 1</b> – Referencial de definições de Turnaround / Reestruturação.....	4
<b>FIGURA 2</b> - Fases da crise empresarial. ....	6
<b>FIGURA 3</b> - Identificação de fatores internos como causas do declínio empresarial. ....	7
<b>FIGURA 4</b> - Identificação de fatores externos como causas do declínio empresarial.....	8
<b>FIGURA 5</b> - Recursos e capacidades da Termetal, Lda .....	25
<b>FIGURA 6</b> - Fases do processo de turnaround.....	50
<b>FIGURA 7</b> - Metodologia de turnaround transmitida globalmente pelos autores .....	50
<b>FIGURA 8</b> - Modelo das 5 forças de Porter para o sector da Termetal, Lda.....	51
<b>FIGURA 9</b> - Análise da cadeia de valor da Termetal, Lda.....	52
<b>FIGURA 10</b> - Matriz SWOT baseada na análise externa e interna da Termetal, Lda .....	53

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<b>GRÁFICO 1</b> - Comparação do volume de negócios Empresa vs Sector .....	26
<b>GRÁFICO 2</b> - Discriminação/Categorização das vendas .....	26
<b>GRÁFICO 3</b> - Comparação dos gastos operacionais da Termetal, Lda vs Sector.....	54
<b>GRÁFICO 4</b> - Comparação dos resultados da Termetal, Lda vs Sector .....	54

## ÍNDICE DE TABELAS

<b>TABELA I</b> – Cálculo do Valor dos Capitais Próprios .....	43
<b>TABELA II</b> – Tabelas da Análise Económico-Financeira da Termetal, Lda (1) .....	55
<b>TABELA III</b> – Tabelas da Análise Económico-Financeira da Termetal, Lda (2).....	56
<b>TABELA IV</b> – Tabelas de Cálculo do Enterprise Value da Estratégia “As Is” .....	57
<b>TABELA V</b> – Tabelas de Cálculo do Enterprise Value da Estratégia “To Be” .....	57
<b>TABELA VI</b> - Resumo dos dados retirados dos relatórios de contas da Termetal .....	58

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. *Enquadramento do Tema de Investigação*

As empresas, na sua globalidade, são um instrumento que pretende satisfazer as necessidades das mais variadas comunidades e uma componente importante na construção de uma economia sustentada. A comunidade e economia regem o seu desempenho e têm grande influência sobre a sua utilidade e sobre o caminho a traçar, até ao alcance do respectivo sucesso empresarial (Drucker, 1998). Estes factores geram uma grande dependência das organizações, do estado que as governa e da sociedade em que estão inseridas, pelo que muitas vezes são estas variantes que controlam a extensão da sua vida útil e garantem uma saudável estrutura em torno dos seus clientes (Francis e Desai, 2005).

Contudo, nem sempre esta dependência se afigura favorável, existindo alterações nas necessidades comunitárias ou nos interesses que regem as respectivas economias, o que dificulta substancialmente, envolvendo-se na rotina das empresas, podendo mesmo garantir, a curto ou a longo-prazo, o seu fracasso ou declínio, devido a baixos ou negativos índices de rentabilidade, derivados de prejuízos operacionais acumulados (Chowdhurry et al, 1993).

A sobrevivência das empresas está directamente relacionada com as mais diversificadas incongruências nos seus sistemas e coerência/bom senso dos órgãos gestores. Desta forma, a probabilidade de uma empresa ser bem sucedida, baseia-se sobretudo na adopção de estratégias eficazes de penetração, ambientação e competição no mercado em que se insere, assim como na sua actividade aliada a uma eficiência operacional adequada (Pearce e Robbins, 2008). Não obstante, devem ser igualmente consideradas as crises financeiras globalmente sentidas, como a observada em 2008, sendo uma vertente motivadora e que, muitas vezes, justifica os declínios verificados, devido a alterações ambientais externas (Makkonen et al, 2014).

Apesar dos resultados poderem ser constrangedores, a gestão de topo deve agir proativamente perante as situações de possível calamidade, antes destas atingirem um ponto de saturação financeira, com vista à obtenção de soluções que corrijam os entraves e que levem à retoma do rumo estipulado (Gómez, 2007). Presume-se que as acções que advêm dos gerentes terão de ser envolvidas de um carisma avultado e que vise a perpetuidade. Esta atitude facilita a contabilização precisa das necessidades financeiras, a recuperação da empresa e a previsão de alterações no seu núcleo de negócio e estratégia, viabilizando a reestruturação (Hofer, 1980).



De acordo com Pearce e Robbins (2008), o melhoramento da estratégia existente ou a criação de uma estratégia delineada sofisticadamente e adequada ao reposicionamento no mercado, são apenas um complemento às reduções de custos e vendas de activos para a concepção de uma estratégia rígida e com valor. Os autores salientam ainda que, este seria um dos passos-chave para obter um turnaround de sucesso (Pierce e Robins, 1993). Seguindo a linha de pensamentos expostos, facilmente são identificados os principais componentes necessários à construção do nosso referencial teórico, o qual deverá ser aprofundado, por forma a permitir desenvolver a metodologia que melhor se enquadrará no estudo de caso. Estes componentes são caracterizados e nomeados como:

1. Causas e factores justificativos de declínio e crise empresarial;
2. Turnaround e reestruturação empresarial;
3. Estratégias e processos de *corporate turnaround*

Consequentemente, tornou-se motivante criar uma metodologia que focasse primeiramente as principais causas de declínio e crise da empresa, por forma a permitir que as estratégias definidas posteriormente, pudessem colmatar essas falhas. Aglomerando todos os processos-chave de reestruturação, tanto a nível estratégico como operacional, o objetivo foi criar um modelo de aplicação a micro e pequenas empresas - essencialmente familiares - considerando que as exigências estratégicas, financeiras ou operacionais das empresas variam de caso para caso (Barker e Duhaime, 1997).

## 1.2. Objectivos Centrais da Pesquisa

No seguimento da abordagem apresentada no capítulo introdutório de enquadramento, este sub-capítulo pretende definir a questão central da investigação, por forma a obter um tratamento estruturado e metódico do problema. Desta forma, o presente estudo revelou-se estimulante pelo incremento de conhecimentos que proporcionou, relativamente à reestruturação ou revitalização de empresas, permitindo responder à seguinte questão: **Visando um processo de reestruturação empresarial bem sucedido, que estratégias-chave deverão ser adoptadas?**

A enorme abrangência teórica exigiu uma vasta procura pelas diversas perspectivas dos autores, revertendo toda essa pesquisa para uma aprofundada revisão da literatura, visando fornecer uma base sustentável de resposta à pergunta de investigação.

A questão de investigação direccionou-se para o estudo de caso, em redor da empresa TERMETAL, Lda., e foi a partir desta que foram apuradas e definidas as estratégias-chave a implementar, com vista à reestruturação do negócio e da organização, através de um estudo de viabilidade.

### 1.3. *Motivação*

Todas as organizações passam por momentos de dificuldade, muitas vezes com origem em factores internos e falhas de gestão, mas também em fatores externos, como as crises económicas que acabam por ser uma forte ameaça à sua sobrevivência. Nestas situações, cabe às empresas fazerem face a essas causas de insucesso do negócio ou diminuição do desempenho operacional, criando estratégias de recuperação e de contenção, por forma a revitalizarem a sua saúde económica e financeira.

A realização da presente investigação tornou-se motivante para o autor, por estar inserido numa situação idêntica à referida no parágrafo anterior, o que o levou a estudar e investigar estratégias, tendo como objectivo a recuperação de um negócio familiar de longa data, a empresa TERMETAL, Lda., inserida no sector metalomecânico.

Para tal, teve como pretensão, desenvolver uma abordagem prática, a fim de que qualquer gestor de topo sem formação ou indivíduo em fase de frequência académica, pudessem retirar da investigação desenvolvida, um modelo de metodologia de reestruturação empresarial devidamente fundamentado.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

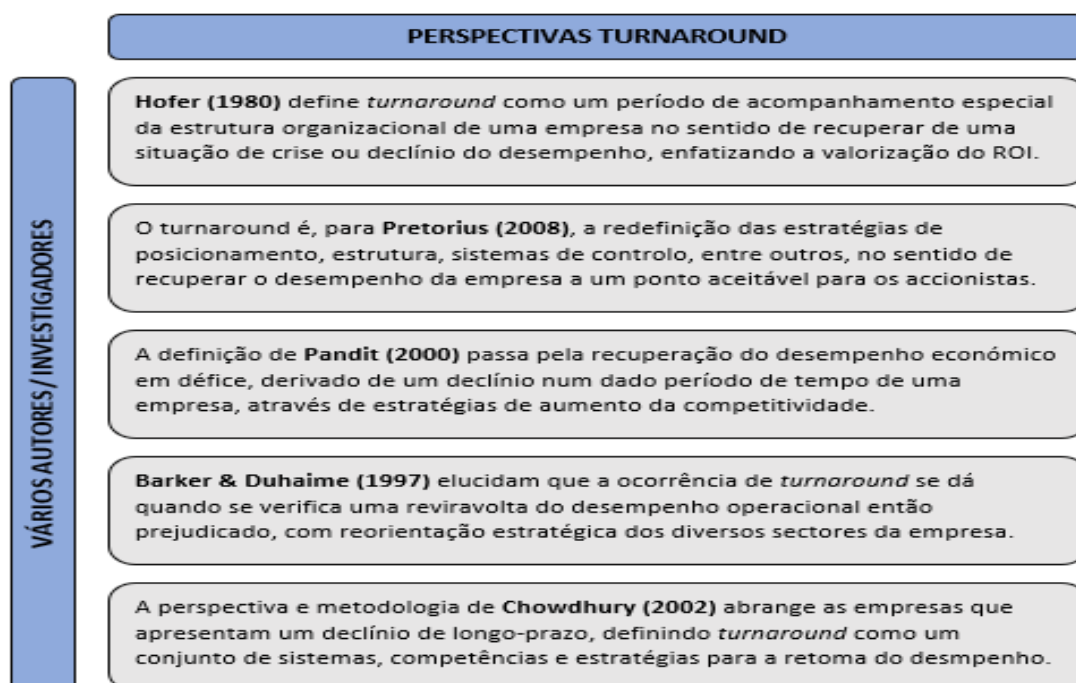
### 2.1. *Definição e Terminologia de Turnaround/Reestruturação*

Na procura de um múltiplo número de definições para os diversos conceitos ligados ao tema da investigação, foi percebido que as respectivas clarificações carecem, em larga escala, de um carácter definitivo e consensual e muitas vezes sem uma base teórica testada e comprovada num ambiente real (Pearce e Robbins, 1993). A terminologia reestruturação empresarial e a aplicação empresarial requerem complementaridade, mas, simultaneamente, uma distinção entre os conceitos: recuperar e reestruturar.

Recuperar está, segundo Ó (2010), directamente relacionado com uma situação de exaustão de uma empresa que se esforça por manter os níveis de desempenho e de competitividade, ainda que haja um controlo eficiente dos recursos e das estratégias adoptadas e, portanto, carece de uma estratégia de recuperação. Já reestruturar se define, segundo o autor, com a

junção das palavras reestruturar e acção. Este argumento é enfatizado na perspectiva de Pearce (2007) ao transmitir que uma recuperação executada com sucesso se centra em actividades de moderação dos gastos e numa gestão que não negligencia a eficácia e a eficiência em todos os processos operacionais, considerando duas etapas essenciais, a contenção e a recuperação.

No que respeita às clarificações por parte dos variados autores, relativamente ao conceito de *turnaround*, estas revelam falta de consonância pela grande diversificação de interpretações. A tabela seguinte visa apresentar aos leitores, uma visão simplificada das suas diferentes teorias:



**FIGURA 1** – Referencial de definições de *Turnaround* / Reestruturação

**Fonte:** Autores mencionados.

Pandelica et al (2010) alegam que se revela de elevado interesse, abordar esta temática não só por estes representarem genericamente as causas que podem levar uma empresa à saturação ou até mesmo à falência, como ainda existir uma dependência das estratégias e estrutura organizacional delineadas e definidas - ambiente interno - do dinamismo e pressão do mercado numa conjuntura de crise financeira global - ambiente externo.

## 2.2. Declínio/Crise Empresarial e as Suas Causas

Na generalidade, as empresas têm, com frequência, casos de declive no nível de desempenho durante toda a sua vida útil, dos quais recuperam por não se revelarem de grande impacto na

rotina operacional ou pela tomada de medidas preventivas, no entanto, existe a necessidade de acções correctivas de grande dimensão aquando de uma consecutiva quebra do seu desempenho num dado período de tempo (Chowdhury & Lang, 1996).

Mone et al (1998) afirmam que o declínio poderá influenciar a capacidade de inovação de uma empresa, contudo, a gravidade deste declínio depende de diversas variantes como as alterações do ambiente externo, a facilidade em obter capital de sustentação do crescimento, da orientação estratégica definida, entre muitas outras (Lohrke et al, 2004). Estas variáveis não sendo favoráveis, levam as empresas à redução patrimonial pela falta de capitalização, ao endividamento e à perda de competitividade (Probst & Raisch, 2005).

A retração do desempenho e do panorama estratégico e macroeconómico leva a que, repentinamente, numa situação de ameaça económico-financeira e de falta de estratégias bem definidas, este declínio ascenda a uma crise (Pretorius, 2008). Neste tipo de fase de declínio empresarial, os impactos causados são de maior dimensão tanto por desmotivação e inactividade dos gestores, como pelas dificuldades em obter financiamentos externos, como ainda as capacidades de gestão serem adulteradas se uma empresa já se encontrar num processo de turnaround, tendenciando ao insucesso na reversão da crise, face à tentativa de reverter um declínio (Chowdhury & Lang, 1993).

Apesar de um conceito levar ao outro e de já ser entendido que existe uma diferença no grau de gravidade, ambos os termos “crise” e “declínio” são distintos quanto à natureza das acções exigidas para a correção da situação empresarial desfavorável. Seguindo a perspectiva dos autores Chowdhury & Lang (1993), as situações de declínio e de crise distinguem-se, de certo prisma, pela urgência na necessidade de financiamento por parte de entidades externas, facto impactante quando notados decréscimos sucessivos da capacidade de financiamento dos recursos e gastos operacionais. Por outro lado, a diferenciação das tomadas de decisão perante cada circunstância implica, na globalidade, alternativas a um período de crise obtidas através de uma gestão orientada para a reestruturação, envolvendo grandes mudanças e, para um declínio, uma governação mais eficiente e eficaz dos recursos e do financiamento a curto-prazo (Robbins e Pearce, 1992).

Esta subordinação constante a fluxos de capitalização externa e incapacidade dos gestores de topo, são razões contempladas num processo global de declínio, ao que os gestores devem adoptar uma postura de foco em análise de índices não apenas contabilísticos, mas também

não contabilísticos (Pandit, 2000), tendo como principal motivo de exclusão da rotina financeira das organizações os custos elevados que esta opção acarreta (Jiang & Li, 2010). Este lado do prisma vê-se contrariado por diversos investigadores, tais como Hambrick & Shecter (1983), que enaltecem a possível evolução da performance decorrente de um processo de *turnaround* apenas a nível de rentabilidade o que, na verdade, tem o seu fundamento quando aplicado a negócios de produção industrial.

São numerosas as teorias no que concerne ao alcance de uma situação de crise empresarial, comumente relacionadas com a redução dos volumes de negócio e com as adversidades encontradas no financiamento a curto-prazo e nos fluxos de tesouraria (Sherrer, 2003). Através da sua investigação, Slatter (1984) transmitiu, faseadamente, a seguinte ideia:



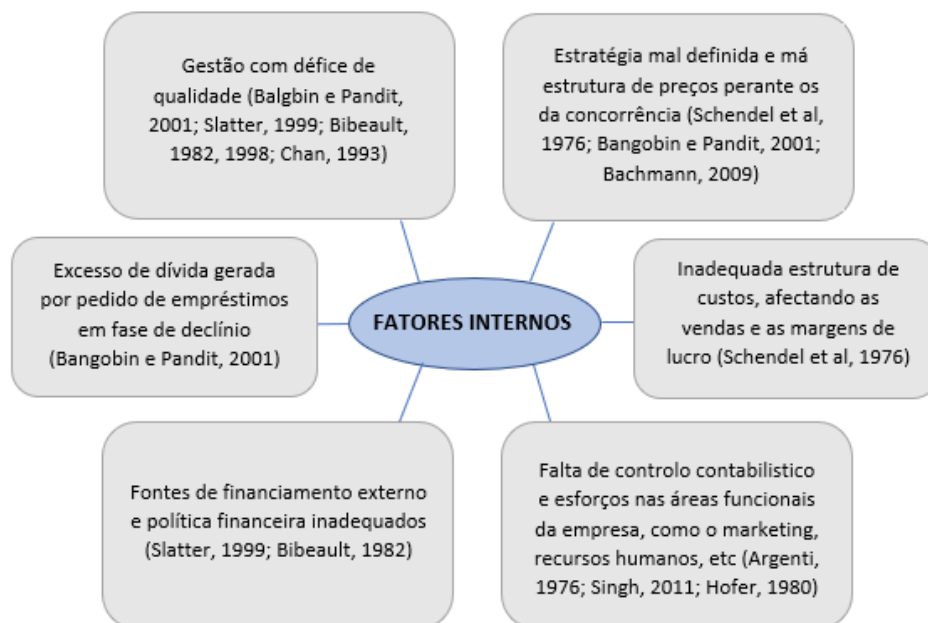
**FIGURA 2** - Fases da crise empresarial.

**Fonte:** Realização própria. Slatter (1984)

Em última análise, as empresas vêm-se num estado de incapacidade de resposta perante os seus clientes por falta de capitalização própria ou alheia, para promoção de acções de *turnaround* eficazes, sujeitando-se a um processo de falência, assimilando-se a uma situação de fracasso empresarial como transmitido por Liao (2004). Estes fatores, responsáveis pelos abalos nas estruturas organizacionais, são usualmente classificados de natureza externa ou interna e compostos por múltiplos sub-fatores-chave, como o crescimento económico, evolução do mercado, problemas de gestão e dimensão da empresa (Barker, 2005).

São diversos os fatores influenciadores do declínio empresarial a nível interno, sendo referidos no quadro seguinte algumas possibilidades que reflectem indícios de uma má gestão (Singh, 2011; Hofer, 1980) e de uma fraca liderança (Balgobin & Pandit, 2001) que devem

ser minuciosamente contidas e evitadas por forma a existir a capacidade necessária à estagnação da queda do negócio (Bibeault, 1998).



**FIGURA 3** - Identificação de fatores internos como causas do declínio empresarial.

**Fonte:** Realização própria. Autores mencionados.

Balgobin & Pandit (2001) salientam ainda a liderança que assenta em conceder mais autoridade e comando sobre as funções aos níveis hierárquicos inferiores e desta maneira descentralizar o poder de decisão - *empowerment*. Esta acção aumentaria a capacidade de adaptação da estratégia aos avanços do mercado, sendo a contrariedade desta expectativa genericamente motivada pela adversão à mudança por parte dos gestores de topo vulgarmente com afectação de longa data à empresa e pela acomodação aos métodos e processos enraizados na cultura organizacional, como enfatiza Lohrke et al (2004).

Estas afirmações permitem-nos abordar um outro ponto que conta com a participação das características de uma empresa familiar. Sirmon & Hitt (2003) sugerem que os laços familiares, a orientação interna e a longo-prazo, bem como a divergência entre opiniões e a imprecisão da tomada de posição em cada processo empresarial interno, podem de facto contribuir, em toda a jornada, para a degradação do crescimento do negócio. É evidenciado que existe tendência a preservar o ambiente familiar, não aceitando estratégias de cooperação e parcerias, adoptando posições desenquadradas com o mercado, o que influencia os ganhos obtidos e, inevitavelmente, gera um panorama constante de risco (Gómez et al, 2007).



**FIGURA 4** - Identificação de fatores externos como causas do declínio empresarial.  
**Fonte:** Realização própria. Autores mencionados.

A pesquisa de Singh (2011) assenta fortemente sobre as causas de declínio, afirmando, tal como Pandelica et al (2010) que deve haver um dinamismo significativo no apuramento das condições do ambiente externo, pois a intensidade dos efeitos internos é facilmente influenciada pelas alterações no exterior. Estas causas são caracterizadas por diferentes fatores que, em grande parte, estão ligados às condições do mercado vividas, tais como: diminuição da procura por parte da sociedade, crises globais, mudanças legislativas por parte dos governos, movimentos estratégicos da concorrência, alterações de natureza política, catástrofes naturais (Singh, 2011; Pearce e Robbins, 1993; Balgobin e Pandit, 2001).

Esta última medida exige esforços acrescidos às empresas na redução de custos dos produtos em portfólio e gastos em publicidade, que acabam por instigar o lucro negativo tal como afirmam Lepak et al (2007), realçando que deverá haver uma boa estratégia de marketing e uma troca de valor entre empresa-cliente, de forma equitativa.

Consequentemente, não existirá viabilidade e facilidade em concretizar tal objectivo caso haja um enfraquecimento global da economia, da capacidade de compra e aumentos bruscos dos preços das matérias-primas necessárias à conceção de valor ao cliente (Balgobin & Pandit, 2001). Esta inflação acaba por influenciar os custos praticados nas vendas (Lepak et al, 2007) e avivar o interesse na implementação de técnicas mais aprofundadas de gestão da cadeia de abastecimento, de métodos mais eficientes de execução dos processos funcionais, de ideais focados em parcerias estratégicas, melhor controlo financeiro e sólida estrutura de custos (Barker e Mone, 1994; Hofer, 1980).

Esta dificuldade em manter uma posição forte no mercado está muitas vezes relacionada com avanços tecnológicos dos equipamentos e com a ameaça de produtos substitutos, pelo que a clarificação da qualidade e das capacidades da concorrência, devem ser analisadas (Lepak et al, 2007). Barker (2005) realça as dimensões definidas por Porter (1985) ao afirmar que as barreiras à entrada e saída da concorrência e as barreiras à imitação dos produtos/serviços, podem contribuir para o aumento da competitividade e dificultar as empresas numa fase crítica de desempenho, a conseguirem destacar-se e obter vantagens competitivas.

As empresas acarretam ainda um peso significativo aquando do aparecimento de crises económicas e financeiras, provocando o colapso e a deterioração dos bancos nacionais, impossibilitando o financiamento a curto-prazo (Platt et al, 1994). Para além deste aspecto de negação de crédito por parte das entidades bancárias, as empresas vêem ainda por parte do estado, enquanto organização financiadora, uma rejeição do perdão parcial das dívidas e a sua exposição a leis que obrigam à aceitação de pagamentos com garantias bancárias.

### 2.3. *Processo e Estratégias de Turnaround/Reestruturação*

Na abordagem dos autores aos processos de reestruturação de empresas, constata-se a falta de uma definição concisa da metodologia a utilizar nestes casos, ainda que alguns se baseiem em aspectos idênticos e assentes em alterações aos órgãos gestores, estabilização operacional com redução de custos e o crescimento apoiado pelas novas estratégias adoptadas (Pandit, 2000).

A importância da fase de diagnóstico e de estabilização revela-se essencial à recuperação, devendo ser garantido um sólido futuro a curto-prazo para que haja optimismo no futuro (Slatter et al, 2006). Denota-se ainda que o levantamento das variáveis de contexto e a respectiva ligação às estratégias a implementar, representam a sintonia necessária ao entendimento da situação das empresas, conduzindo a uma maior probabilidade de sucesso do *turnaround* (Pearce e Robbins, 1993).

Como verificado na literatura e em consonância com os vários autores <sup>1</sup>, são expostas as diversas visões das etapas dos processos de recuperação. Observando a globalidade das perspectivas e procedimentos, é observado que existe um conjunto de operações evidenciadas na universalidade das teorias, caracterizadas fundamentalmente por mudanças

---

<sup>1</sup> Ver Figura 8 dos anexos – Metodologia adaptada de *turnaround*;



administrativas, estabilização e recuperação e apenas se distinguem pelo momento de aplicação.

Perante uma grande panóplia de acções que leva a cabo um processo de *turnaround*, a identificação dos fatores internos e externos representam uma primeira fase, de diagnóstico, que visa a concepção e definição das acções imediatas para estabilização da situação, bem como as estratégias de um processo de recuperação de uma empresa (Barker, 2005).

Bibeault (1998), Pearce & Robbins (1993) desenvolveram um método esquemático para todo este procedimento composto por diversas fases e levando em consideração ambas as perspectivas de abordagem das empresas, tendo concebido a seguinte adaptação e idealização da base metodológica do processo de *turnaround*<sup>2</sup>:

- Alteração da Gestão: Uma primeira fase refere-se à necessidade de alteração da gestão de topo e definição da equipa que acompanhará todo o processo de implementação, sendo que deverá haver um espírito constante de perseverança e ser mantido um forte mix de liderança e atitude (Bibeault, 1998);
- Diagnóstico/Avaliação: A segunda fase é composta pelo diagnóstico e avaliação das causas que deram origem ao declínio empresarial, as quais ajudarão a perceber o grau de severidade da situação da empresa, a justificar perante os stakeholders a existência da necessidade de reversão, bem como criar uma base de suporte à concepção de soluções a favor do *turnaround* (Balgobin & Pandit, 2001);
- Acções Imediatas a Implementar: Numa terceira fase, caracterizada por acções imediatas ao decréscimo de desempenho, a generalidade dos autores assenta as suas crenças em acções de redução dos activos e de investimentos (Slatter, 2006), e na redução de custos como realçado por Hofer (1980), conduzindo a empresa à estabilidade organizacional e criando uma ponte para a fase seguinte;
- Idealização das Estratégias: Encontrando um ponto de equilíbrio estrutural e, estagnando o declínio, o plano de acções estratégicas delineadas é categorizado e incorporado por, de acordo com Hofer (1980) e Robbins & Pearce (1992), acções operacionais, estratégicas e financeiras, englobando em primeira análise uma reestruturação ligada a aspectos de governança (Lethbridge, 1997);

---

<sup>2</sup> Ver Figura 9 dos anexos – Fases do processo de *turnaround*.

- Implementação e Controlo: Esta última fase caracteriza-se por etapas de detalhe do plano estratégico alinhado com a estrutura organizacional e a determinação das datas de cumprimento dos objectivos estipulados (Agbejule, 2011; Bachmann, 2009), assim como pela implementação de um sistema de diagnóstico que visa o supervisionamento e monitorização constante dos resultados (Darja, 2007), permitindo agir de forma correctiva e eficaz perante ações indesejadas e não programadas.

Lohrke et al (2004) defendem a brevidade na construção de pilares no plano de implementação das estratégias, baseando-se na interrupção da queda de desempenho da empresa através da contenção - *retrenchment* – aspecto fulcral para atingir um retorno ao desenvolvimento e crescimento (Pearce, 2007). Esta visão é enfatizada por Bibeault (1998), ao afirmar que o sucesso de um projecto de reestruturação dependerá do prévio alcance de uma conjuntura, de sistemas robustos e capazes de sustentar o crescimento. Estas perspectivas são contrariadas por Balgobin & Pandit (2001), que demonstram preferência por uma abordagem que seja eficaz na ligação entre as soluções delineadas e as causas do declínio, procedendo à mudança estrutural e à aplicação das estratégias, iniciando em primeiro lugar o processo de recuperação e só posteriormente a redução dos custos e activos, com vista à estabilização.

As acções adjacentes à recuperação podem ser fragmentadas em 3 categorias principais, sendo elas estratégicas, operacionais ou financeiras (Hofer, 1980), e ainda da governança. Além de Hofer (1980), também Slatter et al (2006) e Lethbridge (1997) corroboram esta teoria, afirmando que o CEO da empresa deverá ser substituído, pois a situação de declínio verificada é da sua inteira responsabilidade ao adoptar estratégias inadequadas. Todavia, por oposição a este ponto de vista, Abebe (2009) verificou com a sua investigação que não se poderia tomar como certo que existiria um *turnaround* de sucesso, considerando as alterações na administração, devido à possibilidade de existir um conhecimento pouco significativo das áreas funcionais da empresa e o tipo de negócio não estar inserido no seu círculo de competências, o que afectaria negativamente a sua performance de gestão.

O usufruto de sistemas de informação que permitam o controlo dos processos que compõem a estrutura organizacional e que supervisionem os custos detalhadamente por centro de custo, para singularizar a análise dos problemas, revelam-se imprescindíveis, ao invés da retirada de conclusões apenas de dados consolidados (Fredenberger et al, 1997).

Slatter et al (2006), apoia este princípio de controlo dos outputs financeiros e económicos já que considera estes como imprescindíveis a um processo de reestruturação financeira. O próprio afirma ser importante a concepção de uma estrutura financeiramente compacta e robusta que possibilite a reorganização das obrigações financeiras, apelando à reestruturação da dívida - *debt restructuring* - através da sua renegociação com os credores.

Na maioria das situações de *turnaround* bem-sucedido em empresas que se encontravam em ponto de quase falência, a reestruturação financeira e a operacional foram implementadas em paralelo (Giddy, 2001). A reestruturação operacional é uma intervenção orientada para a eficiência dos processos internos da organização, centralizada em operações como a redução dos custos directos de produção, *downsizing*, redução de activos funcionais, redução de riscos e melhoria da qualidade do serviço prestado (Hofer, 1980; Schendel et al, 1976).

Ainda, direccionando a pesquisa para o processo de recuperação, o reposicionamento estratégico no mercado envolvendo, por exemplo, parcerias, fusões, desinvestimento em áreas financeiramente prejudiciais e que afectam a vantagem competitiva, bem como a redefinição do leque de produtos/serviços comercializados, apontam a estratégia para a óptica da criação de valor (Robbins & Pearce, 1992). Estas acções estratégicas deverão ser interligadas com os recursos operacionais, em que a contabilidade de gestão cria um suporte ao alcance dos objectivos delineados (Beke, 2011) caracterizados mais comumente pela expansão de produtos no mercado ou com a responsabilização pelas funções de um antigo fornecedor e por investimentos internos e externos (Francis & Desai, 2005).

Todos os aspectos abordados revelam-se como causas encadeadoras do avanço operacional da empresa e impeditivas à reviravolta do declínio empresarial. Torna-se crucial definir um conjunto de acções características - dimensões de conteúdo - que globalmente compõem as estratégias de um *corporate turnaround* (Hofer, 1980), tendo em conta a execução do diagnóstico de aprofundamento das causas - fatores internos e externos - que levaram ao processo de declínio da empresa - dimensões de contexto (Barker, 2005). Este apuramento transita finalmente para a fase final, de implementação - dimensões de processo - como extrapolado da investigação de Padit (2000) e Zimmerman (2002).

É passível de se poder afirmar que, a eficaz identificação destas causas poderá ser considerada como um ponto de arranque crucial à estruturação do *turnaround* (Zimmerman, 2011) já que o resultado da investigação de Scherer (1989) nos transmite que cerca de oitenta unidades

percentuais das falências empresariais verificadas, devem-se a fatores de má gestão interna, incentivados na grande maioria pela ausência de rígidas metodologias de abordagem dos problemas ou das reestruturações levadas a cabo pelos gestores de topo.

### 3. METODOLOGIA

Posteriormente à revisão da literatura, teve lugar o objectivo de definir o tipo de pesquisa executada neste trabalho e a amostra que serviu de suporte ao estudo prático. São também mencionadas as técnicas e os métodos de análise de dados adoptados, bem como a metodologia de análise do estudo de caso e por sua vez da aplicação do *corporate turnaround*.

Entre uma grande diversidade de propósitos de pesquisa, revelou-se importante estipular à priori, a selecção do tipo de estudo de caso. Consequentemente, deduz-se que o tipo de estudo de caso aplicável nesta pesquisa tem um carácter intrínseco (Stake, 2005). Considerando o âmbito e a tipologia do estudo, é reconhecida a nula necessidade da formulação de hipóteses de investigação, tratando-se de um projecto em redor de uma empresa portuguesa na área da metalomecânica, TERMETAL – Indústrias Térmicas e Construções Metálicas, Lda.

Em consonância com os tópicos anteriores, a condução da investigação foi realizada primeiramente através de uma recolha de dados completa e abrangente, baseada em diversos procedimentos, por forma a permitir verificar a validade, veracidade e realismo do estudo de caso, sem que a perspectiva do pesquisador tivesse influência nos resultados (Yin, 2005).

Foi necessário avaliar o estado actual de declínio da empresa (Robbins & Pearce, 1992; Bibeault, 1998), diagnóstico este suportado pelos dados recolhidos das demonstrações financeiras da empresa nos últimos anos, pelos questionários realizados aos colaboradores e análise de documentação, fomentando a robustez e sustentação ao ponto de partida do projecto. A análise dos dados recolhidos foi realizada através dos métodos quantitativo e qualitativo, os quais foram conjugados como forma a aumentar o nível de assertividade e complementaridade do estudo (Eisenhardt, 1989) dando maior ênfase à análise quantitativa de carisma estratégico.

Após uma avaliação do grau de declínio da empresa foi feito, de acordo com Barker (2005), um apuramento dinâmico dos fatores internos e externos que levaram ao declínio, tanto com recurso a uma análise interna da organização como do ambiente externo global (Singh, 2011; Pearce e Robbins, 1993). O levantar destas causas, recorrendo essencialmente às forças de

Porter (1985), análise dos relatórios de contas e da cadeia de valor, permitiu preencher uma matriz SWOT em que se evidenciam as oportunidades e ameaças, bem como as forças e fraquezas do negócio, constituindo um primeiro passo no delineamento de uma nova estratégia ao avaliar a sustentabilidade dos recursos e a flexibilidade estratégica da empresa (Kazozcu, 2011).

Alinhando a abordagem no estudo de caso com esta perspectiva foi feita menção e analisado o indicador Z-Score de Altman (Altman, 2000), sendo este sustentado por cálculos que envolvem os rácios financeiros e que se apresenta como uma forte contribuição para a noção do grau de degradação financeira de uma organização, como salientam os autores.

Seguidamente, impôs-se analisar de forma global a estrutura organizacional existente, abordando as várias temáticas que constituem os departamentos funcionais e operacionais do negócio permitindo retirar ilações úteis no sentido de formular a estratégia futura (Bibeault, 1998).

Como penúltima fase do estudo de caso, a delineação das estratégias futuras a adoptar e implementar caracterizaram-se por: Acções emergentes – As intervenções realizadas nesta etapa caracterizaram-se essencialmente pela redução dos custos operacionais e funcionais existentes, bem como a redistribuição e redução de activos, abordagem esta enfatizada pela maioria dos autores (Slatter, 2006; Bibeault, 1998; Robbins & Pearce, 1992; Kazozcu, 2011; Pandit, 2000; Hofer, 1980), destinada à estabilização para a recuperação do negócio num primeiro ano de abordagem, e; Estratégias Futuras – Delineamento dos objectivos e das futuras estratégias a implementar no âmbito operacional, financeiro e estratégico (Hofer, 1980), bem como definição da missão e visão que sustentará a ambição de reestruturação da organização por parte da nova estrutura de governança adoptada face aos indícios de má gestão e fraca liderança eventualmente verificados (Singh, 2011; Hofer, 1980; Balgobin e Pandit, 2001);

Após apuramento das acções estratégicas - emergentes e futuras - a implementar em função da análise da situação actual da empresa, verificada pelos dados recolhidos do questionário e da análise documental, prosseguiu-se com um estudo de viabilidade de implementação das respectivas estratégias, sendo uma delas definida com base nos objectivos de mudança, e a outra baseada numa perspectiva de continuidade da estratégia actual – Estratégias “To Be” e “As Is”.

Este último estágio do presente projecto vê-se essencialmente sustentado pelo Modelo de Rappaport, baseado no apuramento do valor dos capitais próprios. Pretendeu-se desta maneira, calcular o *Free Cash-Flow to Firm* (“FCFF”) para cada ano e proceder com a sua actualização. Posteriormente, mediante a obtenção do valor residual da análise, foi calculado o *Entreprise Value* – valor do negócio – que permitiu a comparação de ambas as estratégias e transmitiu uma ideia de qual é que geraria mais valor à empresa.

Com a aplicação deste método de avaliação, à priori conceberam-se diversos pressupostos, como o delinear da taxa de crescimento do volume de negócios, das margens *EBIT* e o custo médio ponderado do capital (próprio e alheio) – *WACC* – através de indicadores de risco do mercado, custo de oportunidade do capital para o investidor, da taxa de juro do passivo remunerado, entre outros.

#### 4. ESTUDO DE CASO

##### 4.1. História da Empresa

É no após guerra, em 1949, que José Vicente Costa Pinheiro procede à abertura de uma oficina de serralharia a que dá o nome de Auto-Sacavém, pois havia obtido recursos capazes de desempenhar uma actividade de reparação e modificação estrutural de viaturas na qual já tinha experiência. Mais tarde, em parceria e com o apoio de uma empresa espanhola na montagem de um pequeno gerador de vapor, iniciou-se uma relação que levou a Auto-Sacavém a fabricar pequenos geradores de vapor segundo o projecto da referida empresa.

Tendo-se identificado uma pretensão para a autonomização da empresa espanhola em Portugal no fabrico dos equipamentos térmicos, a Auto-Sacavém passou a fabricar geradores de vapor sob licença da empresa alemã “LOOS” até 1976, sendo a partir dessa data que, no seguimento do falecimento do sócio-fundador do negócio em 1972, levou os herdeiros e actuais sócios a constituir a sociedade denominada de “TERMETAL – Indústrias Térmicas e Construções Metálicas, Lda”. Foi então que todos os componentes produzidos como geradores de vapor, permutadores, reservatórios sob pressão para líquidos e gases, entre outros equipamentos térmicos específicos, passaram a ser projectados, fabricados e preparados para teste em nome da nova empresa registada.

Tendo em conta a opção de fabrico direccionada para a especialidade de caldeiraria, o Sr. José Pinheiro, no final da década de 60, promove a construção de instalações em Alverca do Ribatejo vocacionadas e abastecidas de recursos para o efeito. Foi esse investimento,

complementado com novos meios posteriormente adquiridos ao longo dos anos que permitiu, principalmente nas duas décadas seguintes (70 e 80), dar resposta às solicitações hospitalares, matadouros industriais, fábricas de tintas, curtumes de produtos alimentares, etc, onde as necessidades de equipamentos térmicos eram vastas e variadas, bem como os respectivos apoios à sua manutenção e/ou avarias.

Em 1978, no sentido de diversificar a oferta e criar valor acrescentado ao cliente numa fase posterior da cadeia de valor, em que a TERMETAL se encontrava inserida, mantendo-se sempre no seio familiar, foi constituída pelos sócios desta, uma nova sociedade parceira, na qual ficou a responsabilidade do trabalho final de movimentação das cargas pesadas para instalação nas unidades industriais. Hoje em dia, com a consequente deteiorização do mercado externo em conjunto com diversos outros factores, a TERMETAL sofre de um forte grau de estagnação, pelo que as empresas funcionam em conjunto, através do mútuo auxílio, em que a empresa em estudo, fabrica diversos acessórios ligados à elevação de peças guindáveis ou de pessoas.

#### *4.2. Estrutura Organizacional*

A TERMETAL, possui uma estrutura hierárquica simplificada baseada numa empresa familiar, tipicamente caracterizada por este tipo de organização funcional. Aos proprietários da sociedade pertence ainda uma outra empresa prestadora de serviços no ramo do aluguer de equipamentos industriais, encontrando-se esta registada com a mesma morada e partilhando espaços comuns no desenrolar da actividade. Ambas partilham alguns departamentos, todos com carácter colectivo, como o de finanças, de projecto, de produção e de gerência. Cada uma das subdivisões funcionais é composta por recursos-humanos com especialização na respectiva área, os quais respondem a um único chefe (centro de comando) – a gerência – não havendo uma clara definição das tarefas de cada um dos elementos.

A gerência é composta pelos dois donos da organização, em que apenas um deles exerce funções directas no negócio. Neste, estão centralizadas todas as decisões tomadas, pelo que os níveis hierárquicos são quase inexistentes, permitindo um maior controlo da actividade e alguma facilidade na transmissão de conhecimento pelos escassos processos de comunicação delineados. No final de 2017 a empresa detinha 11 colaboradores, repartidos pelas diversas funções inerentes ao negócio.

Os operacionais são divididos consoante as funções que desempenham, sendo o negócio segmentado em prestação de serviços e produção. As prestações de serviços reflectem deslocações aos clientes para eventuais manutenções, apuramento de causas de avarias, etc., sendo acompanhadas por um técnico com elevada experiência no ramo. Os restantes operacionais estão afectos à área fabril, onde desempenham funções de produção, manutenção mecânica de equipamentos, pinturas, entre outras.

Nas instalações correspondente ao Estaleiro das duas empresas, existe um chefe de estaleiro que recebe as requisições de serviços por parte dos clientes e os transmite à gerência, sendo cada caso estudado em conjunto. Relativamente aos pedidos de execução de projectos e respectiva produção, estes seguem directamente dos clientes para a sede, suportando a gerência essas funções e transmitindo pessoalmente aos operacionais e ao chefe de estaleiro as orientações para a respectiva execução. O chefe de estaleiro fica assim responsável por prosseguir com a orientação da produção, sujeito a verificações faseadas por parte da gerência para percepção do ponto de situação. No que respeita às tarefas funcionais como tratamento de faturação, controlo de finanças, etc, estas são tratadas na sede e monitorizadas pela gerência.

O desfavorecimento do desempenho da estrutura organizacional actual, surge devido a factores maioritariamente relacionados com o facto de se tratar de uma empresa familiar, com uma gestão de topo baseada em métodos antiquados e superficiais. As funções delineadas e intercaladas com a comunicação, ajustam-se de facto às necessidades actuais da empresa, contudo, terão de ser totalmente modificadas em prol de uma dinâmica organizacional exigida, para que se possa chegar a um crescimento sustentável. Entre uma panóplia de dificuldades que se poderão apontar, o comodismo e outros hábitos negativos dentro da estrutura interna da empresa, a latente resistência à mudança e ao desenvolvimento de tecnologias, a mentalidade autocrática coercitiva e o frequente foco em factores externos apontados como única causa para a actual situação da empresa potenciando forças a favor da rotura do negócio a médio-longo prazo, pelo que se impõe uma necessidade de alteração da cultura organizacional.



#### 4.3. *Análise Externa - Modelo das 5 Forças de Porter*<sup>3</sup>

##### 4.3.1. *Barreiras à Entrada de Novos Concorrentes*

As barreiras à entrada de novos concorrentes são médias-altas, com uma ponderação de 3.3. Desta ponderação observa-se a pouca influência das políticas governamentais, na medida em que os governos tendem a intervir cada vez menos no funcionamento do mercado sendo que, neste caso, não existe grande "discriminação fiscal" que possa constituir um entrave à entrada de nova concorrência, bem como da posse de tecnologia específica (ainda que tenha de, por vezes, ser pago o acesso à normalização de fabrico).

Entre as barreiras de influência média, estão a pouca diferenciação do produto, visto terem de ser seguidas normas europeias de fabrico, para além de que os grandes produtores possuem vantagens pela sua boa imagem no mercado, sendo o acesso aos clientes, dificultado pelas relações de longo prazo (confiança), assim como pela pouca regularidade na necessidade dos produtos em causa por parte dos mesmos clientes. Pode ainda haver alguma dificuldade no acesso favorecido a matérias-primas, devido a possíveis acordos e alianças estratégicas entre fornecedores e empresas, bem como algum tipo de retaliação das empresas já inseridas no mercado (como campanhas dissuasoras relacionadas com reduções de preços), as quais têm mais recursos a todos os níveis.

Como factores que mais poderão dificultar a entrada de concorrentes na indústria, estão o impacto das economias de escala, as vantagens das empresas resultantes da sua dimensão na redução dos custos unitários de produção, bem como o facto de estas já possuírem *pack's* de activos fixos, dimensões de produção, armazéns e equipamentos fabris, com os quais é difícil competir inicialmente com poucos recursos. Outro dos factores que maior impacto tem é a acumulação de experiência na produção, por parte das empresas que já se encontram desde longa data no ramo de actividade. Esta realidade é muito diferente nas empresas mais recentes, tendo em conta que ainda não detêm o know-how suficiente que lhes permita optimizar processos, reduzir erros produtivos, melhorar a selecção dos fornecedores, etc.

##### 4.3.2. *Poder Negocial dos Clientes*

O poder negocial dos clientes revela uma ponderação média de 3. Esta vertente da análise de Porter é incrementada, essencialmente, pela pouca procura neste sector da indústria, representando as poucas grandes empresas, a maioria dos volumes de vendas. Para além

---

<sup>3</sup> Ver Figura 10 dos anexos – Pontuação do modelo das 5 forças de Porter

deste facto, os produtos substitutos revelam-se influenciadores na escolha dos clientes, ao que as empresas mais diversificadas terão mais facilidade em melhor servir os clientes.

Com influência média temos o caso da diferenciação dos produtos que apesar de não haver grandes diferenças directamente, estas existem em termos da relação preço/qualidade, as informações de preços disponíveis que os clientes poderão encontrar e que mesmo revelando-se melhores, poderão não reflectir a realidade (movimentos estratégicos de redução de custos para ganho de mercado) e, por fim, os custos de mudança de fornecedor. Estes últimos dependerão sempre da relação preço/qualidade dos produtos, o que poderá fazer variar muito estes parâmetros, dependendo de diversos factores como a dimensão e capacidades das empresas, experiência, know-how, etc.

No patamar de baixo grau de poder por parte dos clientes, estão as vertentes do volume de compras e da possibilidade de integração a montante, tendo em conta que não é frequente a existência de clientes com influência díspar nas vendas dos produtos em relação aos restantes clientes, no sector em geral. Neste caso, trata-se da produção de equipamentos de apoio à indústria e não de materiais consumíveis/matérias-primas.

#### *4.3.3. Poder Negocial dos Fornecedores*

No que concerne ao poder negocial dos fornecedores, a ponderação é baixa-média, com pontuação de 2.6. Quanto à ameaça de integração a jusante, esta é considerada muito improvável visto que a generalidade dos produtos necessitam do know-how de projecto e fabrico para serem correctamente concebidos, o que não está facilmente acessível e é prático para os fornecedores de aço.

Já a nível de produtos substitutos e de custos de mudança, estes representam um baixo incremento no poder negocial dos fornecedores no sentido de que não existem fornecedores específicos a nível técnico (melhores materiais que outros, por exemplo) devido a ser necessário conhecer mais aprofundadamente as exigências dos materiais usados no fabrico, não sendo suficiente o que facilmente se conhece superficialmente. Para além deste factor, os fornecedores são diversificados em território nacional o que permite descentralizar as compras.

Onde as entidades fornecedoras poderão ganhar mais poder negocial será com a dispersão geográfica, acabando a empresa por solicitar material apenas a um ou dois fornecedores, pois

o factor deslocação pesa nas encomendas. Ainda para sua vantagem, as pequenas quantidades encomendadas fortalecem as suas posições.

#### *4.3.4. Ameaça de Produtos Substitutos*

Relativamente à ameaça de produtos substitutos, esta tem uma ponderação de 2.5, baixa-média. Cada vez há maior propensão ao crescimento desta ameaça pela inovação dos produtos e aparecimento de melhores materiais, assim como melhorias no rendimento dos produtos, contudo, as possíveis melhorias estudadas ainda exigem um longo caminho de investigação por falta de eficiência nos processos. Além disso, os investimentos necessários para prosseguir com investigação, desenvolvimento e passagem às fases de prototipagem, são elevados e o acesso aos mesmos é escasso, tornando difícil o desenvolvimento de novos produtos.

Ainda que a curto-prazo ocorressem grandes avanços tecnológicos, a indústria demoraria a adaptar-se pelo que a intenção de aquisição dos produtos fabricados, seria retardada pela espera na observação do impacto do sucesso das aplicações inovadoras, assim como pela necessidade de estudar as vantagens que poderia haver em alterar os produtos já existentes.

#### *4.3.5. Rivalidade na Indústria*

Apurou-se a ponderação respeitante à rivalidade observada na indústria, rondando os 3.1, sendo considerada média. Os elevados custos fixos levam as empresas a reduzir os preços para atingirem rapidamente o ponto crítico de vendas e ficarem salvas de prejuízos num mercado estagnado e com pouca procura. A pouca diferenciação dos produtos e a dificuldade de fidelização dos clientes, devido ao desenvolvimento da concorrência fundamentada na optimização dos preços; as barreiras à saída do negócio, que podem revelar-se de grande calibre pelas usuais parcerias estratégicas, pela utilização de activos específicos ou antiquados que não servirão noutra qualquer actividade; por indemnizações a pagar; ou mesmo barreiras emocionais e sociais, fazem permanecer as empresas em actividade, exigindo a estas todos os esforços para minimizar as perdas, contribuindo igualmente para os factores que mais influenciam positivamente a rivalidade na indústria.

Outro dos factores que pesa significativamente, embora com menos impacto que os supra referidos, é a taxa de crescimento da indústria. Apesar das energias renováveis, das evoluções tecnológicas e dos materiais estarem a evoluir rapidamente, permitindo o crescimento sem afectar fortemente a quota de mercado dos concorrentes, este ainda é um mercado que exige

significativa investigação para grandes melhoramentos e, portanto, atenua a rivalidade na indústria. Os custos de mudança e a diversidade de concorrentes existentes caracterizam um impacto mediano na rivalidade da indústria. Ainda que havendo empresas com vasto conhecimento, acesso a recentes recursos e acessibilidade a processos de fabrico automatizados e fortes ligações ao cliente, estas estão em minoria, não gerando grande impacto na harmonização dos preços praticados pelo resto da concorrência que se revelam pouco díspares, não contando a lealdade dos clientes, o que aumenta a rivalidade.

O reduzido número de concorrentes, ainda que haja presença de alguns distribuidores de marcas internacionais, a baixa necessidade de colocação de produção excedentária no mercado devido à baixa armazenagem deste tipo de produtos - fabricados na maioria das vezes a pedido - e a fraca importância estratégica do negócio derivada dos impasses na evolução e na estagnação da indústria, atenuam fortemente a rivalidade observada.

#### 4.3.6. *Concorrência*

As parcerias das empresas multinacionais (como a Bosch, Babcock Wanson, Viessman) com distribuidores em Portugal, são poucas, mas as que existem facilitam largamente a distribuição de produtos a baixo custo e de marcas mundialmente conhecidas que gozam de uma grande imagem. Ainda que sejam praticados preços idênticos ou mesmo superiores, a excelência dos produtos fabricados reflecte-se nas garantias, dando maior segurança e confiança aos clientes.

No que se refere à concorrência directa a nível nacional, são poucos os fabricantes de produtos ligados a caldeiraria e geração de vapor industrial (equipamentos térmicos que, neste momento, são os únicos produtos que compõem o portfólio da TERMETAL), tendo como principais concorrentes, as empresas Flucal, S.A. e a Vaporel, Lda. A Flucal é uma empresa que revela uma incidência forte no mercado, disponibilizando uma grande variedade de produtos ligados a caldeiraria, focando-se essencialmente nos geradores de vapor e fornalhas, alimentados a biomassa, autoclaves e tanques, permutadores de calor.

Para além da Flucal, a BTL, S.A. revela ser igualmente um concorrente de peso. A Vaporel, Lda, ainda que num patamar inferior, que se diferencia pela menor diversidade e grau de inovação dos produtos, detém um *know-how* e experiência díspares, assemelhando-se em muito à TERMETAL, contudo, o acompanhamento da evolução dos processos

empresariais, de controlo e dos equipamentos tecnológicos actuais foi igualmente desprezado.

Relativamente à prestação de serviços de instalação e manutenção dos equipamentos dos clientes, a Termovapor S.A. e a Termopor, Lda, destacam-se na especialização do serviço de apoio à manutenção de equipamentos térmicos, sendo que a primeira também os comercializa. Um dos factores diferenciadores da Termopor é o estatuto de PME líder 2017, com um serviço caracterizado por revisões gerais, inspeções técnicas, substituição e reparação de componentes danificados, etc.

Trata-se de um mercado caracterizado pelo controlo das grandes empresas internacionais, com produtos concebidos através de produções em série, com custos reduzidos e otimizados. Relativamente à concorrência e ao mercado a nível nacional, um dos grandes problemas identificado é a falta de procura, desenvolvimento e inovação dos produtos existentes, tendo em conta que a grande maioria das empresas que necessitam deste tipo de produtos optam por adquiri-los a outras que os revendem, diminuindo desta forma a procura pelo produto em estado novo que poderia ser fornecido a nível nacional, verificando-se que quando tal acontece, o mesmo é procurado em distribuidores nacionais de marcas estrangeiras.

#### *4.4. Análise Interna*

##### *4.4.1. Questionário a Colaboradores*

Anteriormente à fase do processo de diagnóstico da situação actual da TERMETAL, foi imprescindível fazer a recolha de informação e análise sobre a situação organizacional da empresa, bem como dos factores externos que levaram o negócio a atingir um estado de declínio ou crise. Para este efeito, efectuou-se um questionário, a título meramente informativo, ao sócio-gerente da empresa, Eng.º Fernando Pinheiro, com o objectivo de identificar as estratégias e decisões tomadas pela gestão de topo ao longo dos anos, entre outros pontos que nos possibilitassem justificar o panorama actual da empresa.

Em questão estiveram: (a) O historial e estruturação hierárquica da empresa; (b) As causas internas e externas do declínio; (c) Medidas operacionais implementadas; (d) Estrutura e controlo dos custos, entre outros, focalizando sempre o objectivo central do estudo de caso. O carácter informal e flexível permitiu que as questões fossem colocadas em função do desenrolar da comunicação e dos temas abordados, gerando um ambiente de maior conforto à exposição da sua opinião e dos factos que sustentaram a análise qualitativa da informação.

#### 4.4.2. *Análise à Cadeia de Valor*

Através da análise à actual cadeia de valor<sup>4</sup> da Termetal, de acordo com a abordagem de Porter, observa-se a ponderação medíocre da generalidade das actividades, das quais se salientam, entre outras, o serviço prestado ao cliente e as logísticas de output ainda que, com mau nível de incrementação de valor aos produtos e serviços.

A relação da empresa com o cliente assenta em parcerias de longo prazo e baseia-se essencialmente na mútua confiança e ética profissional, o que gera possibilidade de um contacto mais directo e facilitador na obtenção de feedback, apesar de ser quase inexistente o tratamento da informação que daí advém. Consegue-se responder razoavelmente às necessidades de substituição de componentes, o pessoal em contacto com o cliente tem um know-how e experiência bastante valorizados e as políticas de garantia são adequadas.

No que concerne à logística de *outputs*, a TERMETAL conta com o apoio da sua empresa parceira, nas actividades de carga e entrega no transporte dos produtos ao cliente, o que vem incrementar razoavelmente a sua ponderação, mas esta actividade perde com a ausência de sistemas de localização e inventariação automatizados, no sentido de melhorar os processos de *picking*, armazenamento e controlo dos produtos acabados.

Os processos críticos são caracterizados pela debilidade da actividade de logística de *inputs* e também nas seguintes actividades de suporte: Infra-estruturas; Gestão de Recursos-Humanos; Investigação e Desenvolvimento. A inexistência de sistemas de gestão de materiais, stocks e das ordens de entrada das encomendas com grau razoável de eficiência e actualizados, coloca grandes problemas de organização à armazenagem dos *inputs*.

A ausência de informação e de estudos da envolvente externa, a má gestão estratégica da empresa na definição de objectivos, sustentada igualmente pela ausência de sistemas de informação de apoio às decisões operacionais, estratégicas e financeiras, assim como a falta de capacidade em obter financiamento que sustente as necessidades de fundo de maneo e as despesas de curto prazo, são pontos que fragilizam a infra-estrutura da organização.

No que toca à gestão dos recursos-humanos, o inexistente recrutamento pela situação de estagnação da empresa, a quase ausência de políticas de retenção, recompensas e promoção do pessoal, e de relações com sindicatos e associações representativos dos trabalhadores,

---

<sup>4</sup> Ver Figura 11 dos anexos – Pontuação da análise da cadeia de valor da Termetal, Lda

bem como a falta de noções no âmbito da cultura organizacional, *empowerment* e de uma rede de comunicação motivadora com os colaboradores por parte da gerência, são fatores que contribuem negativamente para a actividade de gestão de recursos-humanos, retendo os colaboradores essencialmente pela garantia de um salário.

Quanto à actividade de investigação e desenvolvimento, esta é completamente inexistente na TERMETAL, tendo em conta que o nível de inovação interno observado é nulo por completo. Apesar de haver elevado *know-how* e experiência técnicos por parte dos colaboradores afectos à empresa por longa data, existe um mau aproveitamento dos activos de exploração e dos recursos, pelo que se constata uma nulidade interna na criação e desenvolvimento de novos produtos ou serviços.

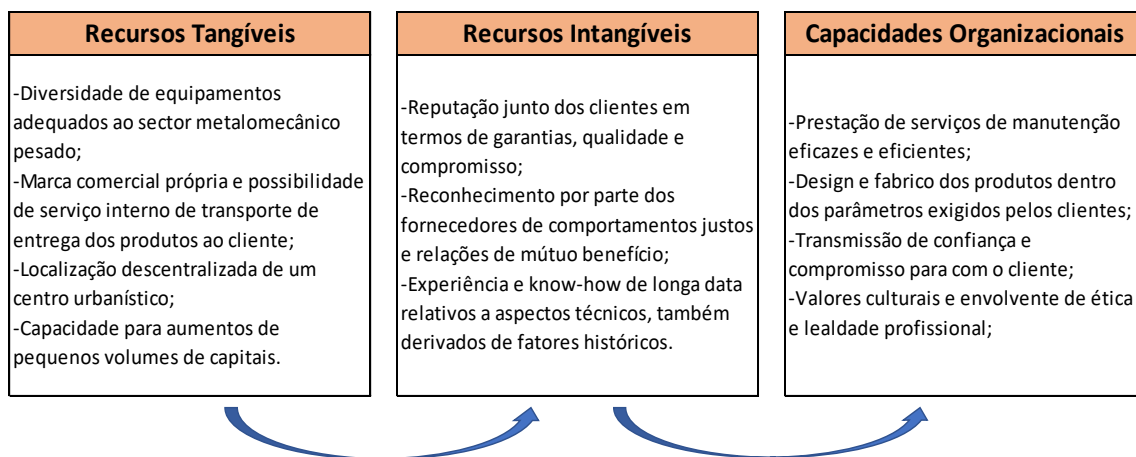
Em última análise, mas com igualmente má ponderação, as actividades de compras são negativamente influenciadas pela pouca análise da variedade de fornecedores existentes no mercado, gerando muitas vezes dependência de critérios como o preço de compra que limitam a selecção e qualificação de novos fornecedores, pelos estudos e avaliações superficiais das melhores opções aquando da tomada de decisões, entre contratos de leasing ou compras, bem como das encomendas efectuadas, não sendo estes suportados por análises financeiras e de investimento.

A actividade de marketing e vendas sofre fortemente da carência de posicionamento no mercado ou nos segmentos em que actua, apesar das técnicas de fabrico e o conhecimento adquirido irem ao encontro das necessidades dos clientes, bem como os sistemas de relacionamento com respectivos serem mantidos com base em processos antiquados. Os estudos de mercado e a avaliação e selecção dos canais de distribuição alternativos e mais adequados são ainda inexistentes, suscitando uma fraca criação de trocas de valor.

No que concerne à actividade operacional da empresa, a eficiência e eficácia das operações fabris é comprometida pela falta de acompanhamento ao longo dos anos das evoluções tecnológicas, bem como pela ausência de *software* de automatização da gestão focada na redução de custos por unidade produzida, controlo de qualidade, nas manutenções e, de forma global, na melhoria contínua dos processos da actividade operacional.

#### 4.4.3. Recursos e Capacidades

No sentido de avaliar os recursos e capacidades da empresa na prossecução da sua actividade, distinguiram-se os recursos tangíveis e intangíveis, sendo estes que originam as capacidades organizacionais necessárias ao alcance dos objectivos, quando combinados da melhor maneira possível:



**FIGURA 5** - Recursos e capacidades da Termetal, Lda

**Fonte:** Elaborado pelo Autor. Baseado no questionário ao CEO da empresa

A TERMETAL, já deteve mais de 60 colaboradores pertencentes tanto aos quadros superiores como operacionais. Posteriormente e ao longo das últimas décadas, as acções de *downsizing* resultaram na redução de recursos-humanos, tendo-se revelado imprescindíveis em prol de uma redução dos custos operacionais, contando no final de 2017 com uma média total de apenas 11 colaboradores para o respectivo ano.

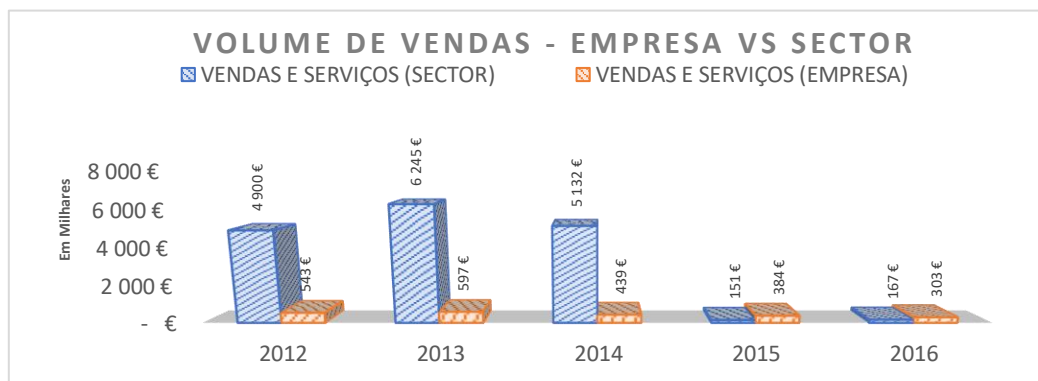
#### 4.4.4. Análise Operacional, Económica e Financeira

##### 4.4.4.1. Análise às Vendas, Gastos e Resultados

Observando o volume de negócios da TERMETAL no período de 2011-2017, verifica-se o seu crescimento até ao exercício de 2013 tendo sido apurada uma taxa de crescimento anual nominal de 21,7%. Desde o início do período de 2014 em diante, até à cessação das contas do ano de 2017 verificou-se um acentuado decréscimo das vendas, reflectindo um valor médio anual que ronda os -20,9%. Tomando em consideração a taxa anual de inflação total



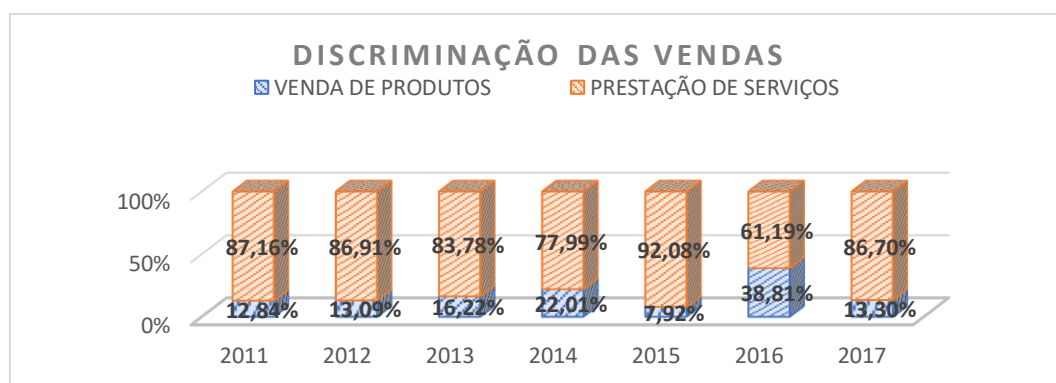
em cada ano, pode-se calcular, chegando a um valor negativo de 8,6%, a taxa média geométrica de crescimento anual do período estudado.



**GRÁFICO 1** - Comparação do volume de negócios Empresa vs Sector

**Fonte:** Relatórios de prestação de contas Termetal,Lda; Banco de Portugal (2018b)

Comparando as vendas da empresa com a média do sector em que se insere, observamos uma discrepância entre 2012 e 2014, inclusive, sendo que em 2015 e 2016 verificou-se uma clara quebra das vendas médias globais nacionais. Este decréscimo do sector fez-se notar, sendo o mesmo constante até 2017 (dados seguintes a 2016 não disponibilizados pela fonte - Banco de Portugal).



**GRÁFICO 2** - Discriminação/Categorização das vendas

**Fonte:** Elaborado pelo autor. Baseado na prestação de contas Termetal,Lda

No que concerne à contabilização e discriminação de cada uma das tipologias de vendas, a venda de produtos aparece, no período considerado, em larga minoria com um valor médio de 17,7% ao invés da prestação de serviços que realça um valor de 82,3%. É de notar a forte estagnação do negócio relativamente ao que é o suposto *core business* da organização, essencialmente relacionada aos factores externos caracterizados pela falta de aplicação, procura e diversidade dos produtos fabricados e vendidos.

Relativamente à estrutura de custos operacionais<sup>5</sup> é notável o impacto significativo dos gastos com pessoal nas contas da empresa, representando uma média aproximada anual de 64% dos gastos face a 24% por parte do mercado. De igual forma se comporta a tendência dos gastos com depreciações e amortizações quando comparados os resultados, apresentando valores acima dos do sector, sendo estes justificados pela existência, nesse período, de amortizações de equipamentos de transporte.

No caso de fornecimentos e serviços externos, observam-se valores constantes ao longo do período estudado em ambos os casos sendo que, estes valores não se revelam tão acentuados devido a causas como a dimensão da empresa e a falta de preocupação com a optimização dos processos e áreas funcionais. A nível de mercadorias e matérias-primas observa-se também a grande inferioridade percentual desta tipologia de gastos da empresa, contrastando com os valores do sector de mercado. No entanto, observa-se um pico de necessidades no ano de 2014 em ambos os gráficos e uma tendência idêntica, factos que podem ser justificados por uma maior procura até final de 2014 seguindo-se uma diminuição acentuada do volume de negócios.

Em 2012 e 2013, a empresa apresenta resultados<sup>6</sup> líquidos positivos, contrariando os resultados constantes e negativos do mercado. Isto deve-se ao facto de o volume de negócios ter sido positivamente díspar em relação aos restantes exercícios juntamente com uma diminuição global dos gastos operacionais.

Já no período de 2015 e 2016, os prejuízos do sector foram significativamente reduzidos face a resultados negativos constantes desde 2014 por parte da empresa devido a uma redução drástica do volume de negócios.

#### *4.4.4.2. Análise à Rendibilidade e Risco Económicos / de Exploração*

A rendibilidade económica e rotação dos activos total e de exploração demonstram uma tendência crescente até 2013, justificada pelo forte aumento nas vendas e redução do activo de 2012 para 2013, e por um constante decréscimo entre 2013 e 2017, pela quebra monótona do volume de negócios e a posse de activo no período.

Os valores envolvidos apresentam-se maioritariamente negativos, principalmente os relacionados com a rotação do activo estando abaixo da unidade com uma média de 0,36. A

---

<sup>5</sup> Ver Gráfico 1 dos anexos – Gastos operacionais da Termetal,Lda vs Sector

<sup>6</sup> Ver Gráfico 2 dos anexos – Resultados da Termetal,Lda vs Sector

influência dos gastos suportados na rentabilidade operacional das vendas é notável, bem como a insuficiência no aproveitamento do activo de exploração retirada dos valores médios da rotação do activo económico, justificam os prejuízos e as baixas margens de rentabilidade do activo de exploração (RAE).

O ano crítico em termos de rentabilidade do activo foi 2016 com uma margem negativa de 18,9%, e 2017 em relação ao aproveitamento do activo com a diminuição acentuada dos activos fixos tangíveis em consonância com a quebra verificada de 43,2% no volume de negócios.

No que toca ao risco económico/de exploração, foram considerados 2% dos fornecimentos de serviços externos e 5 % dos gastos com pessoal como custos variáveis anualmente, como electricidade gasta em produção e horas extra/prémios pagos aos colaboradores, no sentido de apurar as despesas fixas e variáveis e posteriormente a margem bruta de contribuição e ponto morto das vendas.

Observando as margens de segurança e a quebra de vendas admissível verifica-se que os anos de 2011 e 2017 foram críticos perante a apresentação de um valor médio dos dois anos de -41,9% e -73,6%, respectivamente. Quer isto dizer que, as vendas teriam de aumentar, em média, 73,6 %, para que os resultados operacionais fossem lucrativos. No período de 2014 a 2016, a tendência foi igualmente negativa ainda que tenha sido reduzido o prejuízo, ao invés dos exercícios de 2012 e 2013, em que o volume de negócios poderia decrescer em 20,5% e 44,1% do valor do ponto crítico de vendas, respectivamente, sem que houvesse prejuízo operacional.

Mediante o resultado operacional, apurou-se o grau económico de alavanca através da margem de contribuição. O grau de alavanca operacional revela-se uniformemente negativo em 2011 e de 2014 a 2017, com uma média avaliativa de -2.65. Isto evidencia que, para uma quebra nas vendas no ano seguinte com determinada percentagem, haveria uma perda percentual média no resultado operacional, classificada por um factor multiplicativo de 2.65. Apenas em 2012 e 2013 são verificados valores díspares e positivos derivados do aumento das vendas e redução dos custos fixos para um patamar abaixo da margem bruta de contribuição, reflectindo desta forma resultados operacionais positivos.

#### *4.4.4.3. Análise à Rendibilidade e Risco Financeiros*

Através da aplicação do modelo aditivo e multiplicativo (Dupont) de análise, pode-se observar o decréscimo dos montantes de juros suportados ao longo do período em análise, alcançando a nulidade a partir do ano de 2015 até ao qual o efeito dos gastos financeiros líquidos se faziam sentir. É possível notar que a incidência fiscal revela-se impactante nos anos com resultado antes de impostos negativo, pois incrementa o prejuízo verificado.

A rendibilidade dos capitais próprios apresenta-se em todo o período de análise negativa e decrescente até 2017 em que o prejuízo foi atenuado, à exceção de 2012 e 2013 em que os resultados líquidos permitiram enriquecer o património dos sócios em 4%. Denota-se um montante de passivo que estabiliza em 2013 originando uma alavancagem financeira crescente, também influenciada pela diminuição dos capitais próprios a uma média de -131% por ano e por uma rendibilidade do activo constantemente negativa (de 2014 a 2017). Ao nível do risco financeiro do negócio, o grau financeiro de alavanca transmite uma inexistência de gastos de financiamento de 2015 a 2017, pelo que se apresenta com valor igual à unidade. Em 2012 e 2013, dado o incremento no volume de negócios e as margens operacionais serem positivas, a política de financiamento tem um impacto positivo na rendibilidade da empresa, ao invés dos resultados verificados em 2011, em que os juros suportados contribuíram para o maior prejuízo já verificado no resultado operacional.

Salientam-se ainda os valores das margens de segurança e dos pontos críticos financeiros que, mais uma vez em 2012 e 2013, demonstram margens de segurança positivas de 18,6% e 42,4%, respectivamente, dada a diminuição dos juros suportados e das despesas fixas e o aumento do volume de vendas. Do período de 2014 em diante não se verificou a manutenção do sucesso dos 2 anos anteriores, visto as margens brutas de contribuição apresentarem uma tendência decrescente, mais acentuada que as despesas fixas totais e daí resultar uma média anual negativa das margens de segurança na ordem dos -18%. Em 2017, o ponto crítico financeiro das vendas calculado é aproximadamente 45% superior às vendas verificadas no período.

#### *4.4.4.4. Análise aos Inventários e Duração do Ciclo de Exploração*

Tendo em conta o prazo médio dos produtos acabados e dos inventários em geral bem como a sua rotação, podemos concluir que existe inventário em armazém já há anos consecutivos e que apresenta valores elevadíssimos. Este factor é um dos que mais condiciona as contas

da TERMETAL, no sentido em que esta é uma das vertentes que mais contribui para o incremento da taxa de imposto.

Referente ao prazo de pagamento e recebimentos médios ao longo dos anos, verificam-se valores de 123 e 363 dias, respectivamente. As necessidades de fundo de maneio e o fundo de maneio demonstraram ser decrescentes até ao ano de 2015, tendo aumentado de novo até 2017. Nesta última situação, o aumento das necessidades cíclicas e a forte quebra dos recursos cíclicos, justifica o aumento exponencial do fundo de maneio, em que as necessidades de fundo de maneio de extra-exploração representam uma parcela insignificante.

#### *4.4.4.5. Indicador Z-Score de Altman*

Segundo Altman (2000), mediante a fórmula apresentada pelo autor e tendo em conta a tabela em anexo com o valor calculado para cada ano, podemos concluir que a empresa apresenta ao longo de todo o período de análise valores do indicador Z-Score sempre inferiores a 2,23 demonstrando assim uma tendência alta e a possibilidade de afirmação da provável falência da TERMETAL.

#### *4.5. Diagnóstico da Situação Actual*

No seguimento da análise interna e externa da empresa, foi possível apurar o seu estado económico e financeiro, os seus principais recursos e capacidades e, consequentemente, os pontos fracos/fortes e ameaças/oportunidades que constituem a matriz SWOT<sup>7</sup>. Da análise externa apuraram-se os factores críticos de sucesso que a seguir se enunciam:

- Controlo eficiente dos custos e recurso a economias de escala;
- Custos reduzidos da mão-de-obra e organização da produção;
- *Know-how*, experiência e polivalência dos colaboradores na actividade;
- Prestação de serviços e/ou venda de produtos diferenciados em qualidade e nos factores técnicos envolvidos.

Ao nível interno funcional destaca-se a fraca versatilidade e dinâmica da empresa sustentada por uma enorme falta de sistemas de controlo de gestão e custos, assim como pela ausência de delineamento dos procedimentos e funções organizacionais. Isto deve-se sobretudo a

---

<sup>7</sup> Ver figura 12 dos anexos – Matriz SWOT

factores relacionados com a gestão de topo e liderança da organização, que não teve em conta acompanhamentos tecnológicos e melhoramento dos processos organizacionais, permanecendo ainda hoje com vários métodos de gestão (seja produtiva, organizacional, financeira, etc.) que se revelam antiquados e desenquadrados face às exigências do mercado.

Em termos económicos e financeiros, observa-se o declínio constante da TERMETAL nos últimos anos de actividade, apresentando indicadores de rendibilidade negativos ( $RAE = -5,3\%$  e  $ROE = -179,2\%$ , 2017), um medíocre aproveitamento e má rotação do seu activo (0,22), volume de negócios com uma tendência decrescente média anual de 26% ao longo dos últimos 4 anos, fundo de maneo crescente, prazo médio de inventários inviável (7624 dias) e um indicador Z-Score que indicia, de acordo com Altman (2000), uma inexistência de dúvidas quanto ao seu estado de grande probabilidade de falência.

Perante este diagnóstico conclui-se que a empresa se encontra numa situação extrema de crise pelo que, e respondendo parcialmente à questão de investigação que sustenta este estudo de caso, necessita de uma reestruturação global (estratégica, operacional, financeira e de governança).

#### 4.6. *Proposta de Estratégia Futura*

Na prossecução de uma análise estratégica e respectiva avaliação da viabilidade da sua implementação, é fulcral mencionar que havia 2 hipóteses para o rumo da empresa, tendo sido escolhida a segunda. Estas eram caracterizadas por uma estratégia “As Is” que avaliaria as implicações da continuação da estagnação, e outra denominada “To Be” que se revelou de forma directa a mais adequada.

De acordo com os relatórios de contas da TERMETAL, foi observada a degradação financeira do negócio ao longo dos últimos anos, tendo por base os baixos volumes de negócio face aos gastos e passivos verificados, sendo estes que originam prejuízos constantes e, consequentemente, valores actuais líquidos negativos.

Concluiu-se deste modo que não seria viável suportar qualquer estratégia com base na estagnação e mantendo o negócio nos trâmites actuais, visto apresentar claramente falta de sustentabilidade e indicadores de forte tendência à abertura de falência. Por conseguinte, delineou-se uma estratégia baseada na revisão da literatura por forma a revitalizar o negócio.

#### 4.6.1. *Estabelecimento de objectivos do projecto*

Posteriormente à execução da análise SWOT revelou-se necessário o delineamento dos objectivos do projecto no sentido de estabelecer a estratégia que permite tirar o máximo partido dos pontos fortes e reduzir o impacto negativo dos pontos fracos do negócio, tentando maximizar o aproveitamento das oportunidades e minimizar o efeito das ameaças do ambiente externo.

Consequentemente, foi desenvolvido um plano de acção global que visou revitalizar, reestruturar e dinamizar o modelo de negócio e a estrutura da organização, capacitar a empresa com os recursos e competências exigidas por uma forte proposição de valor ao cliente e perspectivando o crescimento sustentável.

Mediante a adopção de uma estratégia corporativa de crescimento por meio da diversificação e melhoramento das actuais áreas de negócio face à situação de crise em que se encontra, a TERMETAL visa aproveitar o *know-how* dos seus actuais colaboradores como meio essencial para melhorar o serviço prestado aos clientes, e através de pequenos investimentos sustentados pela venda de activos (Slatter, 2006) alcançar o reequilíbrio financeiro a custo de mais vendas, essencialmente através da venda de produtos acabados e de sucata armazenada em inventário, e de uma boa política de redução de custos (Hofer, 1980).

Introduzindo práticas dinâmicas e inovadoras de gestão, focadas na criação de valor aos seus clientes, melhoramento e flexibilização do sistema produtivo, no aumento da produtividade com enfoque nos meios técnicos e humanos, no investimento em alta tecnologia e em softwares que permitem o minucioso controlo de custos bem como do volume de negócios essencialmente com vendas para o mercado externo, o reforço e intensificação dos processos de divulgação e promoção da empresa, através de actividades de marketing por via da consultoria, são alguns dos objectivos centrais para reavivar a organização e apelar a uma estratégia baseada numa forte relação qualidade/preço como vantagem competitiva.

Ainda no sentido de minimizar as ameaças do mercado, neutralizar os pontos fracos e aproveitar os seus pontos fortes, a aproximação a empresas estratégicas ou criação de parcerias com gabinetes de investigação com vista ao melhoramento dos seus produtos ou prosseguir com estudos relacionados com o fabrico de novos produtos, ligados às energias renováveis que tendem a ser os prováveis produtos substitutos, a sub-contratação de mão-de-obra qualificada para trabalhos específicos e a contratação de novos colaboradores focada

na formação profissional e posterior formação contínua, são acções que permitirão atingir níveis de qualidade adequados ao fortalecimento da sua reputação e que possibilitam a diversificação e o alargamento das linhas de produtos e a possibilidade de integração vertical.

É de igual forma necessário estabelecer uma nova liderança (Bibeault, 1998; Slatter et al, 2006), focada nos objectivos da empresa, na sua missão e visão (até aos dias de hoje nunca delineadas), fomentando uma cultura organizacional direccionada à satisfação e motivação dos seus colaboradores por meio de adequadas políticas de recompensas, de comunicação e de ética profissional, viabilizando a informatização dos processos e implementação de procedimentos organizacionais e de gestão recentes e adequados às futuras necessidades, tudo isto com vista à geração de um ambiente de trabalho próspero e facilitador de um desenvolvimento sustentável.

Visão - Perspectivação de um reconhecimento como uma empresa de referência no sector, prestando serviços de manutenção e fabricando os seus produtos com enfoque numa relação qualidade/preço gratificante para os clientes mediante o seu *feedback* e diversificando o negócio continuamente, apostando em inovação e desenvolvimento.

Missão - Prestar serviços de manutenção aos diversos equipamentos térmicos que produz, vende e instala bem como fabricando estruturas metálicas diversas mediante pedidos dos clientes, procedendo a um design e projecto *à priori* gerando valor acrescentado ao cliente através da eficácia e eficiência de todos os processos, apelando ao crescimento sustentável do negócio e à remuneração dos sócios.

#### 4.6.2. Ações Emergentes/Imediatas

Por meio da ambição transmitida após o delinear da missão e visão que darão ênfase e suporte aos objectivos da empresa, iniciar-se-á o delinear da estratégia com base em diversas acções de carácter emergente/imediato de modo a estagnar o declínio acentuado da empresa e o consumo de capitais próprios baseados nos fatores internos e externos de declínio (Barker, 2005). Estas reacções imediatas à crise envolvem, de acordo com a revisão da literatura:

- Redução agressiva do seu activo total e investimentos (Slatter, 2006; Pandit, 2000), nomeadamente equipamentos obsoletos nas instalações e venda de terrenos desocupados dos quais a empresa é proprietária;



- Retenção de custos e diminuição dos inventários – *retrechment* – apelando à contenção para retorno aos lucros (Hofer, 1980 ; Lohrke et al, 2004; Robbins & Pearce, 1992) e venda do excessivo inventário de produtos acabados e semi-acabados bem como material categorizado de sucata;
- Alteração à estrutura organizacional e à liderança tendo por base as soluções delineadas e as causas do declínio (Balgobin & Pandit, 2001; Singh, 2011), com o intuito de criação de pilares sustentáveis ao crescimento baseados na reestruturação;

Todas estas acções pretendem gerar *cash-flow* de suporte ao investimento em novos equipamentos, melhorias, consultoria, subcontratação, etc., por forma a prosseguir com as directrizes estratégicas futuras formuladas de seguida.

#### 4.6.3. Directrizes/ Acções Estratégicas Futuras

As directrizes estratégicas delineadas tiveram como principal objectivo criar uma ligação e gerar sinergias entre os vários pontos da matriz swot definida. Estas sinergias são classificadas para cada um dos pontos como: “PFo - O” – aproveitamento de pontos fortes em prol das oportunidades detectadas; “PFr - O” – minimização de pontos fracos e aproveitamento de oportunidades; “PFo - A” – aproveitamento de pontos fortes para minimizar as ameaças; “PFr - A” – minimização ou eliminação de pontos fracos fazendo face às ameaças.

##### (A) Experiência, *know-how* e polivalência dos colaboradores:

1. Aproveitamento da experiência técnica e do potencial global dos técnicos e colaboradores da empresa para melhoramento dos serviços de manutenção e da produção em geral, criando e desenvolvendo sempre que possível novos e otimizados processos por forma a melhorar a sua eficiência (PFo - O);

2. Criação de uma política dedicada aos recursos-humanos da empresa, melhoria e reajustamentos nos sistemas de recompensas, prémios e recrutamento, aumentando o nível de escolaridade médio dos operadores bem como otimizar a gestão da formação profissional dos colaboradores, gerando adequada qualificação, profissionalismo e melhoria das competências na função desempenhada (PFo – O/A).

##### (B) Marketing, vendas e diversificação do portfólio:

1. O recurso a consultoria de marketing revelar-se-á imprescindível para, em primeiro lugar, estudar o mercado nacional, hipóteses internacionais e revitalizar a sua posição no mercado mediante uma estratégia “*inside out*”, privilegiando a análise

aprofundada dos recursos e capacidades da empresa relacionados com a produção ligada a caldeiraria e estruturas metálicas, por forma a alavancar as competências-chave que daí advém com vista a uma melhoria da qualidade e rendimentos dos produtos, possibilitando a entrada em novos mercados que se revelem atractivos e vantajosos (PFr - O);

2. Seguidamente, através de parcerias e sinergias criadas com entidades ligadas a projectos e desenvolvimento de novas soluções, adoptar uma estratégia “*outside in*” baseada num modelo I/O – organização industrial – privilegiando a identificação dos factores críticos de sucesso no sector da energia renovável, nomeadamente a solar e, posteriormente, mensurar os recursos e activos necessários para implementar a estratégia. O intuito seria estudar a viabilidade de entrada no mercado dos coletores solares e tubos de vácuo com o respectivo projecto, produção, transporte ao cliente, instalação e manutenção (PFr - O/A);

3. Desta forma, com o melhoramento das actuais áreas de negócio, estas também ligadas aos serviços de assistência e manutenção de equipamentos térmicos e ao fabrico de estruturas metálicas (essencialmente acessórios) por medida, e a entrada em novas áreas, permitirão a diversificação dos serviços e do portfólio de produtos, apelando à inovação e ao expectável futuro da energia, bem como ao aumento da competitividade da empresa, por via do seu reconhecimento como um fornecedor de qualidade e com um serviço integrado horizontalmente, a jusante da sua actividade principal (PFr/PFo - O);

4. A perspectiva e o objectivo da empresa deverão estar sempre focados no aumento do volume de negócios ano após ano, incluindo também vendas para o mercado externo, promovendo a sua internacionalização. Contudo, o reforço e intensificação da visibilidade e reconhecimento a nível nacional, a partir de processos eficientes de comunicação e promoção dos seus serviços e produtos, apresentam-se de relevante importância pelo que serão o enfoque central (PFr - O);

(C) Estrutura flexível da produção e investimento em novos equipamentos:

1. Outra das grandes metas será a actualização faseada dos seus equipamentos ligados à produção tentando igualar ou ultrapassar, nas alturas certas e com o estabelecimento de métodos assertivos de aquisição, como compras em conjunto, dos equipamentos da concorrência, apelando à melhoria da qualidade e eficiência produtiva (PFr - A);

2. Esta obtenção de novas tecnologias ligadas a consultoria e formação na área da metodologia LEAN, 5S e 6 Sigma, permite uma comunhão vantajosa no sentido de tornar flexível, organizado e controlado, todo o processo produtivo, gerando melhores níveis de qualidade (PFr – A/O);

(D) Aquisição de software de enfoque global e otimizar processos (PFr - O):

1. Implementar estruturalmente e incentivar a utilização de sistemas de informação de suporte a nível operacional, estratégico e financeiro;

2. Aquisição de sistemas de controlo dos *inputs* e *outputs* do armazém, de localização do inventariado e de alocação do pessoal a cada equipamento, e licenciamento de software técnico relacionado com dimensionamento por elementos finitos;

3. Delineamento detalhado de todos os processos funcionais da empresa desenvolvendo as metodologias e actividades que se revelem imprescindíveis, simplificando-as ao máximo, por forma a gerarem uma maior permuta de valor possível entre a TERMETAL e os seus clientes;

(E) Reequilíbrio financeiro-económico e política de aprovisionamentos:

1. Implementação de um sistema de controlo de custos rigoroso, que permita a gestão rigorosa/eficiente das actividades da empresa e feedback de clientes (PFr - A);

2. Diminuir o risco económico e financeiro, aumentar a autonomia financeira da empresa e a rendibilidade global, isto através da redução do activo e do inventário que servirá de suporte ao financiamento da estratégia, bem como o delinear de políticas de compras e de minimização da dependência dos fornecedores (PFr - A);

3. Proceder à subcontratação de mão-de-obra fabril, permitindo assim numa fase inicial de revitalização do negócio e de retorno aos lucros, gerar flexibilidade e adoptar uma nova estrutura de custos concedendo maior capacidade de suporte às quebras admissíveis e maiores margens de segurança, através da conversão do que eram custos fixos e que passam a variáveis (PFr - O);

4. No que concerne às compras e a todo o processo envolvente, a informatização de todas as actividades associadas será levada em consideração, por forma a dinamizar globalmente a cadeia de valor desde os *inputs* à expedição (PFr - O);

5. Posteriormente, a caracterização da forte política de compras, baseada na gestão de stocks e controlo de encomendas, quantidades, stocks de segurança, etc., a

selecção minuciosa dos fornecedores é fulcral bem como a minimização da sua dependência com enfoque no aumento das quantidades encomendadas com auxílio de parceiros no mesmo sector, na diversificação do leque de fornecedores e aumento do prazo de pagamentos mediante negociações e parcerias no mesmo sentido, por forma a diminuir o fundo de maneio (PFr - A);

(F) Parcerias e perspectivação de inovação e desenvolvimento (PFr – A/O):

1. Intensão de parcerias de longo-prazo com alguns dos fornecedores no sentido de reduzir o poder negocial dos mesmos, tendo por base uma relação de confiança e de benefício mútuo, nomeadamente no que diz respeito à subcontratação de mão-de-obra, quer seja ligada à actividade principal da empresa, quer seja específica em diversas áreas que se revelam vertentes de grande carisma para o sucesso da reestruturação e revitalização financeira e económica;

2. Inicialmente, criar sinergias/ligações estratégicas com gabinetes de investigação em produtos inovadores ou melhorias de produtos já existentes e em conjunto com o *know-how* e técnicas existentes na TERMETAL, proceder ao fabrico e posterior venda de produtos com forte procura nacional;

3. Futura criação de um departamento de inovação e desenvolvimento próprio, adquirindo os recursos necessários ao desenvolvimento de novas ou melhoradas soluções, relacionadas com a prestação de serviços e a comercialização de produtos ligados às energias renováveis, incentivando a minimização futura do impacto ambiental;

(G) Foco nas normas e certificações em qualidade, segurança e ambiente (PFr - O):

1. Trabalhar logo desde o início no sentido do cumprimento rigoroso de todas as normas relacionadas com os seus domínios de experiência e actividade, principalmente no que toca a ambiente, saúde e segurança, bem como à qualidade do produto fabricado;

2. Sendo esta uma questão essencial para reconhecimento no mercado e para a satisfação e fidelização dos clientes, são perspectivadas as certificações em Qualidade, Saúde, Segurança e Ambiente (NP 4397 e ISO 9001), por forma a estabelecer uma forte eficiência e eficácia de todos os processos funcionais e a qualidade dos produtos/serviços vendidos, o que permitirá alcançar uma melhor posição no mercado, perante os clientes, assim como uma melhoria da sua vantagem competitiva perante a concorrência, com base numa boa relação qualidade/preço.

(H) Cultura organizacional e liderança (PFr - O/A):

1. Alteração da liderança do negócio colocando como gestor de topo uma pessoa com auto-conhecimento, auto-regulação/integridade, motivação, empatia, relacionamento social, adoptando um estilo participativo de liderança baseado no envolvimento total com os colaboradores na definição dos objectivos da empresa e na tomada de decisões;

2. Implementar um cultura organizacional caracterizada por melhores valores e pontos éticos profissionais observados ao longo da história da empresa, originando normas de comportamento que deverão ser seguidas por todos os colaboradores, a fim de alcançar um espírito de constante melhoria, proatividade e alcance das metas, mantendo as pessoas motivadas e confortáveis no ambiente profissional;

3. As principais acções serão focadas na ligação dos colaboradores à empresa como um todo, organização estrutural da empresa em grupos praticando uma comunicação construtiva e aberta, com impacto nas decisões da gestão, na motivação das pessoas, encorajando a coordenação entre departamentos, controlo adequado do trabalho, definição rigorosa dos critérios de recompensas, incentivando as pessoas a encarar os problemas, conflitos e críticas com abertura, preocupação com os recursos, capacidades e optimizações das actividades, potenciando bons resultados e uma análise criteriosa e minuciosa constante do ambiente externo;

4. Definição das funções centrais e a respectiva afectação eficaz dos colaboradores a cada uma delas, tendo em conta as suas capacidades e competências, apelando sempre à sua motivação máxima e empenho nas suas funções;

*4.7. Pressupostos da Análise de Viabilidade*

Perante um delineamento das acções futuras a implementar tornou-se relevante definir à priori, os pressupostos que sustentariam a análise de viabilidade da estratégia. As conclusões foram suportadas pelos resultados finais alcançados, através do apuramento do valor de mercado dos capitais próprios da empresa, mediante as previsões de implementação da estratégia “As Is” e “To Be”. Nas diversas vertentes do estudo comparativo, foram considerados os seguintes pontos:

(A) **Considerações Globais:**

- O período considerado de vida útil na avaliação da estratégia foi de 5 anos, considerando 2019 como o ano de início da implementação da estratégia.

- Mediante ausência de dados contabilísticos, 2018 foi ainda considerado como um ano “as is”, mantendo constantes os rácios de pressuposto verificados no ano 2017;
- O custo médio ponderado dos capitais ( $WACC$ ) foi apurado através de diversos parâmetros, tendo em linha de conta as fórmulas apresentadas:

- a) Taxa de activos sem risco ( $R_f$ ) – Cálculo da taxa média percentual dos valores de Janeiro a Setembro de 2018, das obrigações do tesouro, a 10 anos, mediante dados fornecidos pelo Banco de Portugal (2018b);
- b) Prémio de risco ( $R_m - R_f$ ) – Valor retirado do site “Damodaran” tendo por base o valor para Portugal do *equity risk premium*;
- c) Beta unlevered ( $\beta_u$ ) – Considerado financiamento total por CP (100%/1);
- d) Custo capital do investidor ( $R_e$ ) (1) – Cálculo com parâmetros anteriores
- e) Taxa média de juros da dívida ( $R_d$ ) – A empresa não revela qualquer montante na rubrica “juros suportados”, no entanto apresenta suprimentos executados por parte de um dos sócios. Deste modo, a dívida que existe são suprimentos não remunerados, que passarão a ser considerados remunerados a uma taxa de 6%. Esta taxa corresponde ao valor da remuneração fiscalmente dedutível pelas PME’s, considerando a conjugação da Portaria n.º279/2014 de 30 de dezembro com a alínea m) do n.º1, do art. 23º-A do CIRC;
- f)  $WACC$ , custo médio ponderado dos capitais (2) – Através do custo do capital próprio e “alheio” foi apurado o valor global do custo dos capitais através do rácio *Debt/Equity*, sendo este considerado na avaliação da estratégia definida com base no passivo (P) e capitais próprios (CP).

$$(1) \quad R_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta_u \quad (\text{Damodaran, 2002})$$

$$(2) \quad WACC = \frac{R_e \times CP}{P + CP} + \frac{R_d \times i \times P}{P + CP} \quad (\text{Damodaran, 2002})$$

#### (B) Considerações Específicas da Estratégia “As Is”<sup>8</sup>:

- Os pressupostos para o ano 0 da implementação da estratégia consideraram-se constantes na análise “As Is” e, portanto, a taxa de juro do passivo remunerado

<sup>8</sup> Ver Tabela V nos anexos – Análise da Estratégia “As Is”

considerou-se 0% conjugado com os restantes valores apurados de 2017 e a ausência total de qualquer investimento (prevendo assim amortizações nulas);

- Partindo do pressuposto de estagnação da empresa com as políticas actualmente implementadas, considerou-se o decréscimo constante das vendas e consequentemente da taxa de crescimento do negócio a partir do ano 2017 mantendo constante a margem ebit apurada no mesmo ano, em -23,9%.

**(C) Considerações Específicas da Estratégia “To Be” <sup>9</sup>:**

- Taxa de crescimento VN – Face ao valor retirado do balancete da empresa de Maio de 2018, o crescimento considerado no mesmo ano correspondeu a um ajustamento do montante aos 12 meses, atribuindo uma taxa de crescimento do VN de 15%. Foi possível prever em 2019, através de alguns fluxos comerciais acrescidos, uma melhoria dos processos e pequenos investimentos, o incremento das vendas em 25%, através da forte divulgação dos seus produtos e serviços, focados essencialmente no projecto e fabrico de estruturas metálicas e na prestação de serviços ligados à manutenção de equipamentos térmicos. Posteriormente, com o desenvolvimento de um elevado esforço comercial e publicitário da empresa e optimização dos seus processos já com algum reconhecimento, com a melhoria dos produtos centrais decorrente das optimizações e melhoramentos técnicos alcançados através das sinergias com gabinetes de investigação e com a entrada num novo mercado (já com trabalho e desenvolvimento de marketing executado à priori), espera-se um incremento das vendas em 70% e 40%, respectivamente em 2020 e 2021. Em 2022, o objectivo será elevar o volume de negócios a um patamar aproximado ao verificado em 2013, considerando-se uma taxa de crescimento do VN de 2%, assumindo esta percentagem como o crescimento perpétuo visionado após a reestruturação da empresa e do negócio;

- Margem EBIT – A margem operacional revelou-se um foco constante desde o início de implementação da estratégia, com uma tentativa logo em 2018 de alteração da estrutura de custos e gastos da empresa. Houve um importante foco na redução de custos fixos, nomeadamente na conta de fornecimentos externos, gastos com pessoal e aprovisionamentos. Desta forma, o foco centraliza-se na descontinuação de aquisição de serviços externos que se revelem dispensáveis, e renegociação ou mudança dos que

---

<sup>9</sup> Ver Tabela IV nos anexos – Análise da Estratégia “To Be”

se revelarem essenciais. No que concerne aos gastos com pessoal, a política de prémios e honorários será reajustada, bem como alguns dos custos com mão-de-obra especializada passarão a custos variáveis através da subcontratação. Em termos de aprovisionamento, a gestão da cadeia de abastecimento e organização do inventário, permitirá igualmente reduzir custos de armazenagem atenuando assim a taxa de imposto. Com a optimização dos custos em 2018, previu-se uma margem ebit ainda negativa em 5 pontos percentuais, mas bastante melhorada em relação aos -22%. Em 2019, com o aumento da produção e das vendas e da alteração da política de custos, prevêem-se já margens superiores e positivas, estas que crescem gradualmente a uma taxa de 5% ao longo do período de reestruturação, atingindo uma margem perpétua de 20%, média aproximada dos valores em 2012 e 2013;

- Investimentos – Em 2019, consideraram-se já pequenos investimentos, os caracterizados por equipamentos de pequena dimensão e formação do pessoal, tanto a nível profissional (focada na sua actividade) como a nível empresarial (direccionada ao entendimento das alterações organizacionais previstas e às futuras certificações esperadas), para além de consultoria em marketing e *hardware/software*: capital investido no valor de 28.000 EUR. Os anos de 2020 e 2021, foram considerados anos de investimento em *core-equipments* e entrada em novos mercados, bem como o melhoramento dos presentes produtos e serviços nessas datas, através da informatização dos processos empresariais e aquisições de software técnico, justificando desta maneira o aumento do valor líquido contabilístico dos activos fixos da empresa: capital investido no valor de 79.000 EUR e 143.000 EUR. Consequentemente, o cálculo das amortizações foi apurado, considerando um período de amortização dos investimentos, maioritariamente em equipamentos, de 7 anos;

- Inventários/Duração ciclo exploração – Relativamente aos inventários, um dos grandes objectivos é a redução intensiva do inventário mediante venda dos produtos acabados e de sucata acumulada. O objectivo foi a redução do prazo médio dos inventários em 98% ao longo de 2018 e 92% em 2019, alcançando desta forma um prazo médio de inventários aproximado a 1 ciclo de exploração (30 dias), muito díspar do valor de 7624 dias verificado em 2017. No que concerne ao fundo de maneo necessário e considerando os valores no ano 2018 e 2019 (em diante), respectivamente, as metas definem para o prazo de pagamentos um valor de 90 e 60 dias, para o prazo de recebimentos 120 e 90 dias e para o prazo médio dos inventários 45 e 30 dias. Os valores de prazo de pagamento permanecem constantes ainda que visionada a



negociação com alguns dos fornecedores com maior impacto, já o prazo de recebimentos manteve-se alto, devido ao grande devedor da TERMETAL ser a empresa que está igualmente na posse dos sócios;

- Taxa de Imposto – Respeitante às taxas de imposto aplicadas fiscalmente em sede de IRC, estas foram ajustadas consoante a margem ebit se verificasse positiva ou não. Considerou-se portanto, nos casos de margens operacionais positivas obtidas, o valor do escalão mínimo atribuído a PME's, de 17%.

- Dívida Financeira – Nesta vertente, é importante frisar de novo o facto da dívida financeira ser baseada em suprimentos não remunerados feitos por parte de um dos sócios, não havendo suportado juros nos últimos 4 anos de actividade. Estes suprimentos passaram assim a ser considerados como remunerados, gerando uma taxa de juro da dívida de 6% para efeitos de cálculo do custo do capital, no entanto, o autor assume que não são reembolsados sendo uma fonte de financiamento do projecto durante o período de recuperação;

- Taxa de Crescimento dos Cash-Flow's da Perpetuidade – No que diz respeito à taxa de perpetuidade, o autor baseou-se nas previsões da República Portuguesa expostas no “Programa de Estabilidade” de 2018 a 2022. Consequentemente, foi considerada uma taxa de perpetuidade igual à taxa de inflação conjecturada para 2022, tomando assim o valor de 2%.

#### 4.8. *Análise de Viabilidade da Estratégia “As Is” e “To Be”*

Mediante os pressupostos considerados no sub-capítulo anterior, foi possível proceder com o cálculo dos “Free Cash-Flow to Firm” (FCFF) (4) e do valor residual (5) obtido. A soma destes valores permitiu calcular o *Enterprise Value* (EV) (3) através da sua actualização à taxa do custo médio ponderado dos capitais, mediante a fórmula:

$$(3) \quad EV = \frac{FCFF_{2018}}{(1+WACC)} + \frac{FCFF_{2019}}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_{2020}}{(1+WACC)^3} + \frac{FCFF_{2021+VR}}{(1+WACC)^4} \quad (\text{Damodaran, 2002})$$

Os respectivos fluxos de capital e valor residual foram apurados através das equações abaixo mencionadas, considerando da taxa de imposto (t) e o cálculo antecipado dos investimentos em fundo de manio ( $\Delta FM$ ) e em capital fixo líquido de exploração ( $CFLE = CAPEX$ ):

$$(4) \quad FCFF = EBIT \times (1 - t) - FM - \Delta CFLE \quad (\text{Damodaran, 2002})$$

$$(5) \quad VR = \frac{FCFF_{2022}}{(WACC - g)^1} \quad (\text{Damodaran, 2002})$$

,com:  $EBIT$  = “Resultado Operacional”

$(1-t)$  = Incidência Fiscal =  $i$

$FM$  = Investimento em Fundo de Maneio

$\Delta CFLE = \Delta \text{Ativos Fixos} + \text{Amortizações}$

$g$  = Taxa Perpétua de Crescimento

Com o objectivo de comparação de ambas as estratégias estudadas, calcularam-se os valores dos “FCFF’s” das análises. Através da subtração do valor da dívida financeira ao *enterprise value* obtido, foi possível obter o valor líquido dos capitais próprios da empresa e apurar as conclusões seguidamente transmitidas, estas centralizadas na comparação entre ambos os resultados e com o intuito de sustentar a resposta à questão de investigação:

**TABELA I** – Cálculo do Valor dos Capitais Próprios<sup>10</sup>

RÚBRICA	"As Is"	"To Be"
Valor dos FCFF explícitos atualizados	295 911,77 €	-260 473,52 €
Valor residual	-29 506,62 €	1 577 241,07 €
Enterprise value	266 405,15 €	1 316 767,55 €
Valor da dívida financeira	320 998,50 €	320 998,50 €
Valor dos capitais próprios	-54 593,35 €	995 769,05 €

**Fonte:** Elaborado pelo autor, com base nas tabelas IV e V.

É prontamente observável a grande discrepância entre os valores, pelo que se conclui previamente, que com a estratégia “To Be” será gerado um valor de capitais próprios díspar e positivo em cerca de um milhão de euros, possibilitando remunerar os sócios investidores.

## 5. CONCLUSÕES

### 5.1. Apuramento de Resultados

Após execução da análise de viabilidade das estratégias “As Is” e “To Be” por via do constante declínio do negócio ou da reestruturação empresarial, respectivamente, apurou-se para ambas o valor do *enterprise value*. Para efeitos de comparação, foi utilizado o parâmetro que mensura os capitais próprios actualizados, no sentido que nos transmite um montante líquido do valor gerado da empresa. Esta possibilidade deve-se ao facto de não serem

<sup>10</sup> Ver Tabelas IV e V em anexo – FCFF’s e EV’s gerados pelas estratégias “As Is” e “To Be”

reembolsados os suprimentos existentes e, desta forma, a dívida financeira mantém-se constante.

A diferença de valores entre a estratégia “To Be” e “As Is” representa uma quantia aproximada de 1.050.000 €, não havendo qualquer impasse em afirmar que a primeira será a mais compensatória em aspectos de criação de valor. É ainda notável o valor negativo da estratégia “As Is” em -54.593,35 €, que revela a inviabilidade da solução apresentada pela não remuneração dos capitais próprios.

Analisando a estratégia “To Be” pormenorizadamente observa-se que o valor anual dos FCFF’s gerados é maioritariamente negativo, sendo que o montante acumulado para o período de reestruturação considerado, de 5 anos, apresenta-se negativo aproximadamente em 310.000 €. Este ponto reflete, de acordo com a tabela II em anexo, o impacto do fundo de maneo e do investimento em activos fixos nos FCFF’s anuais calculados. Terá de ser considerado, por sua vez, um financiamento da estratégia em valor igual ao transmitido, seja através de capitais próprios (da parte dos actuais sócios) ou de um novo parceiro de capital (capital de risco), por forma a possibilitar a eficaz implementação da estratégia.

Referenciando a pergunta de investigação que sustentou todo o projecto, este é desta forma passível de validação por parte da análise realizada, ao que as directrizes estratégicas estipuladas no capítulo anterior desempenharão as estratégias-chave a adoptar com vista ao sucesso da reestruturação empresarial. A viabilidade e sucesso na implementação da reestruturação encontram-se igualmente dependentes e condicionados à confirmação do reinvestimento dos suprimentos remunerados.

É ainda importante frisar que, para além do financiamento requerido supra mencionado, a alteração da gestão de topo e a união de uma equipa competente para acompanhamento da implementação e gestão da estratégia (Bibeault, 1998), o apuramento rigoroso do diagnóstico por forma a elucidar os sócios da situação actual da empresa (Balgobin & Pandit, 2001), e o cumprimento eficaz e eficiente das directrizes estratégicas estipuladas bem como o supervisionamento e monitorização constante dos resultados da efectivação da estratégia de reestruturação (Darja, 2007), constituem os factores críticos de sucesso à implementação da reestruturação empresarial da TERMETAL, Lda.

### 5.2. *Limitações à Investigação e Propostas Futuras*

No que concerne às limitações desta investigação existiram variadas condicionantes, entre elas, a elevada diversidade de perspectivas dos autores não havendo um consenso metodológico, pouca disponibilidade ou conforto de outros colaboradores da TERMETAL, Lda., para auxílio na recolha de informações, e a impossibilidade de extensão do estudo de caso a uma análise “VRIO”, a uma proposta de marketing mais rigoroso, a um delineamento detalhado do investimento e a uma análise de sensibilidade.

Em termos de futuras investigações no âmbito tratado, este trabalho possibilita o reforçar e/ou agregar de conhecimentos na área da reestruturação de empresas, fornecendo uma base literária sólida bem como uma aplicação prática das teorias concebidas pelos diversos autores num estudo de caso real destinado a uma empresa do sector metalomecânico.

A leitura deste trabalho poderá ainda ser benéfica para os gestores de topo das empresas que se encontrem em situações idênticas à exposta nesta investigação na medida em que fornece uma base metodológica de abordagem ao declínio/crise que a respectiva organização possa enfrentar, adaptando a estratégia de recuperação e/ou reestruturação evidenciada neste trabalho aos seus casos, particularmente aqueles sustentados por micro ou pequenas empresas familiares.

Este plano funciona como um ponto de partida à análise de investimentos que se poderá revelar imprescindível à implementação da estratégia, e à formalização de uma proposta futura de investigação baseada na optimização da quantificação do investimento a ser realizado, bem como os custos verdadeiramente obtidos ao nível operacional. Desta forma, seria possível criar um modelo adequado à realidade e tornar a análise mais eficiente ao ajustar as amortizações dos equipamentos, as taxas de vendas e as margens obtidas.

Uma análise de sensibilidade e de risco poder-se-ia revelar igualmente como uma ferramenta importante a estudos idênticos fazendo variar isoladamente, por exemplo, as taxas de crescimento, taxas de juro, custos dos materiais, entre outros parâmetros, por forma a estudar as variações de rendibilidade.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

## 1. Artigos Científicos

- Abebe, M. (2009). *Leadership characteristics of declining firms attempting turnaround: An empirical examination*. Journal of Strategy and Management Vol.2 N° 3, 201-216
- Agbejule, A. (2011). *Organizational culture and performance: the role of management accounting system*. Journal of Applied Accounting Research Vol. 12 N° 1, 74-89
- Altman, E. I. (2000). *Predicting financial distress of companies – Revisiting the Z-Score and ZETA models*. Adapted Paper, July, Page 9
- Bachmann, C. (2009). *Sustainable performance increase and strategic turnaround management: Current corporate restructuring experiences in the Romanian market*. Business Strategy Series Vol 10 N° 6, 331-338.
- Balgobin, R., Pandit, N. (2001). *Stages in the Turnaround Process: The Case of IBM UK*. European Management Journal Vol 19 N° 3, 301-316.
- Barker, V. L. (2005). *Traps in diagnosing organization failure*. Journal of Business Strategy Vol. 26 N°2, 42-51.
- Barker, V., Duhaime, I. (1997). *Strategic change in the turnaround process: theory and empirical evidence*. Strategic Management Journal Vol 18 N° 1, 11-39.
- Barker, V. L., Mone, M. A. (1994). *Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline*. Strategic Management Journal Vol 15, 395-405.
- Beke, J. (2011). *International Accounting Standards Effects on Business Management*. Business Management and Strategy Vol. 2 N° 1, 1-12.
- Bumgardner, M., Buehlmann, U., Schuler, A., Crissey, J. (2011). *Competitive Actions of Small Firms in a Declining Market*. Journal of Small Business Management Vol. 49 N° 4, 578-595.
- Chan, P. (1993). *Managing successful turnarounds: Lessons from global companies*. Management Decision Vol. 31 N° 3, 29-33.
- Chowdhury, D., Lang, J. (1993). *Crisis, decline, and turnaround: A test of competing hypotheses for short-term performance improvement in small firms*. Journal of Small Business Management Vol. 31 N° 4, 8-17
- Chowdhury, D., Lang, J. (1996). *Turnaround in Small Firms: An Assessment of Efficiency Strategies*. Journal of Business Research Vol. 36 N° 2, 161-177.
- Chowdhury, D. (2002). *Turnarounds: A stage theory perspective*. Canadian Journal of Administrative Sciences Vol. 19 N° 3, 231 – 267.
- Darja, P. (2007). *The role of management control systems in strategy implementation: The case of a Slovenian company*. Economic and Business Review for Central and South - Eastern Europe Vol. 9 N°3, 255-284.
- Eisenhardt, K. (1989). *Building theories from case study research*. The Academy of Management Review Vol. 14 N° 4, 532
- Francis, J., Desai, A. (2005). *Situational and organizational determinants of turnaround*. Management Decision Vol. 43 N° 9, 1215-1226.

- Fredenberger, W., Lipp, A., Watson, H. (1997). *Information requirements of turnaround managers at the beginning of engagements*. JMIS - Journal of Management Information Systems Vol.13 N° 4, 167-192.
- Gómez, L., Luis, R. (2007). *Socioemotional wealth and business risks in family controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills*. Administrative Science Quarterly Vol 52: 106-137.
- Hambrick, D., Schecter, S. (1983). *Turnaround Strategies for Mature Industrial-Product Business Units*. Academy of Management Journal Vol. 26 N° 2, 218-241.
- Hofer, C. (1980). *Turnaround strategies*. Journal of Business Strategy. 19-31.
- Jiang, L., Li, X. (2010). *Discussions on the Improvement of the Internal Control in SMEs*. International Journal of Business and Management Vol. 5 N° 9, 214-216
- Kazozcu, S. B. (2011). *Role of strategic flexibility in the choice of turnaround strategies: A resource based approach*. Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol. 24, 443-457
- Lepak, D., Smith, K., Taylor, M. (2007). *Introduction to special topic forum value creation and value capture: A multilevel perspective*. Academy of Management Review, Vol. 32 N°1, 182-193.
- Lohrke, F., Bedeian, A., Palmer, T. (2004). *The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda*. International Journal of Management Reviews Vol. 5-6 N°2, 63-90.
- Makkonen, H., Pohjola, M., Olkkonen, R., Koponen, A. (2014). *Dynamic capabilities and firm performance in a financial crisis*. Journal of Business Research Vol. 67, 2707-2719.
- Mone, M., McKinley, W., Barker, V. (1998). *Organizational decline and innovation: A contingency framework*. The Academy of Management Review Vol. 23 N° 1, 115-132.
- Pandelica, I., Pandelica, A., Dabu, B. (2010). *The Response of Organizations in Crisis Conditions*. Journal of American Academy of Business Vol.15 N°. 2, 151-160.
- Pandit, N. (2000). *Some Recommendations For Improved Research on Corporate Turnaround*. The Academy of Management Review Vol. 3 N°. 2, 31-56.
- Pearce, J. (2007). *The Value of Corporate Financial Measures in Monitoring Downturn and Managing Turnarounds: an Exploratory Study*. Journal of Managerial Issues Vol.19 N° 2, 253-271.
- Pearce, J., Robbins, K. (2008). *Strategic transformation as the essential last step in the progress of business turnaround*. Business Horizons Vol. 51, 121-130
- Platt, H., Platt, M., Pedersen, J. (1994). *Bankruptcy discrimination with real variables*. Journal of Business Finance & Accounting Vol. 21 N°4
- Pretorius, M. (2008). *When Porter's generic strategies are not enough: Complementary strategies for turnaround situations*. Journal of Business Strategy Vol. 29 N°6, 239-252.
- Probst, G., Raisch, S. (2005). *Organizational crisis: The logic of failure*. Academy of Management Executive Vol. 19 N°1, 85-105.
- Robbins, D., Pearce, J. (1992). *Turnaround: retrenchment and recovery*. Strategic Management Journal Vol. 13 N° 4, 284-301.

- Schendel, D., Patton, G., Riggs, J. (1976). *Corporate turnaround strategies: a study of profit decline and recovery*. Journal of General Management Vol. 3 N° 3, 3-11.
- Scherer, P. (1989). *The Turnaround Consultant Steers Corporate Renewal*. Journal of Management Consulting Vol. 5 N° 1, 15-23.
- Scherer, P (2003). *Management turnarounds: Diagnosing business ailments*. Corporate Governance Vol. 3 N° 4, 48-62.
- Singh, N. (2011). *Industrial sickness: causes & remedies*. Annals of Management Research Vol. 1 N°2, 14-29.
- Sirmon, D., Hitt, M. (2003). *Managing resources: Linking unique resources, management and wealth creation in family firms*. Entrepreneurship Theory and Practice Vol 27, 325-363.
- Slatter, S. (1984). *The impact of crisis on managerial behavior*. Business Horizons, 57-69.
- Tikicia, M., Omayb, E., Derinc, N., Seçkin, S., Mehmet, S., Cüreoglu, M. (2011). *Operating turnaround strategies during crisis periods: a research on manufacturing firms*. Procedia Social and Behavioral Sciences Vol. 24, 47-62

## 2. Livros

- Liao, J. (2004). *Entrepreneurial failures: Key challenges and future directions*. New York: Routledge
- Bibeault, D. (1998). *Corporate turnaround: How managers turn losers into winners*, 2º Ed. Beard Books.
- Drucker, P. (2002), *O melhor de Peter Drucker*. Brasil: Nobel.
- Ó, R. (2010). *Turnaround em Portugal*, 2ª Ed. Lisboa: Bnomics
- Weston, J., Mitchell, M., Mulherin, H. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, 4ª Ed. Weston: Pearson Prentice Hall
- Porter, M. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, 1ª Ed. New York.: The Free Press
- Slatter, S., Lovett, D., Barlow, L. (2006). *Leading Corporate Turnaround: How Leaders Fix Troubled Companies*. England: John Wiley & Sons
- STAKE, R. (2005). *Case Studies: Handbook of Qualitative Research*. Sage Publications
- YIN, R. (2005). *Estudos de caso: planejamento e métodos*. 3ª Ed. Porto Alegre: Bookman
- Zimmerman, F. (2011). *The Turnaround Experience: real-world Lessons in revitalizing corporations and organizations*. Minnesota: McGraw-Hill
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2ªEd. Wiley

## 3. Websites e Documentos da Internet

- University of Cambridge (2018). Cambridge Dictionary [Em linha]. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/restructuring> [Acesso em: 15/1/2018]

Lethbridge, E. (1997). Governança Corporativa [Em linha].

Disponível em:

[https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev809.pdf](https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev809.pdf) [Acesso em: 13/1/2018]

Giddy, I. (2001). Corporate Financial Restructuring [Em linha].

Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/restructuring/restructuring.pdf> [Acesso em: 24/3/2018]

Banco de Portugal (2018a). Quadros do Sector – Portugal [Em linha]

Disponível em: <https://www.bportugal.pt/qesweb/UI/QSApplication.aspx?mlid=1193> [Acesso em: 9/10/2018]

Banco de Portugal (2018b). Taxa de Rendibilidade de OT - 10 anos – Portugal [Em linha]

Disponível em:

<https://www.bportugal.pt/Mobile/BPStat/Serie.aspx?IndID=827051&SerID=2028131&&View=graph&SW=1903&EndYear=2018&IniYear=2015&sr=2028133> [Acesso em: 9/10/2018]

Damodaran, A. (2018). Equity Risk Premium – Portugal [Em Linha]

Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Acesso em: 9/10/2018]

República Portuguesa (2018). Programa de Estabilidade 2018-2022 [Em linha]

Disponível em:

<https://www.portugal.gov.pt/pt/gc21/comunicacao/documento?i=programa-de-estabilidade-2018-2022> [Acesso em: 16/10/2018]

#### **4. Fontes de Informação e Dados Estatísticos**

Pinheiro, F. (2018). Questionário informativo ao CEO da Termetal, Lda. Lisboa

Termetal, Lda (2011). Relatório de contas e balancetes respectivos ao ano de 2011. Lisboa

Termetal, Lda (2012). Relatório de contas e balancetes respectivos ao ano de 2012. Lisboa

Termetal, Lda (2013). Relatório de contas e balancetes respectivos ao ano de 2013. Lisboa

Termetal, Lda (2014). Relatório de contas e balancetes respectivos ao ano de 2014. Lisboa

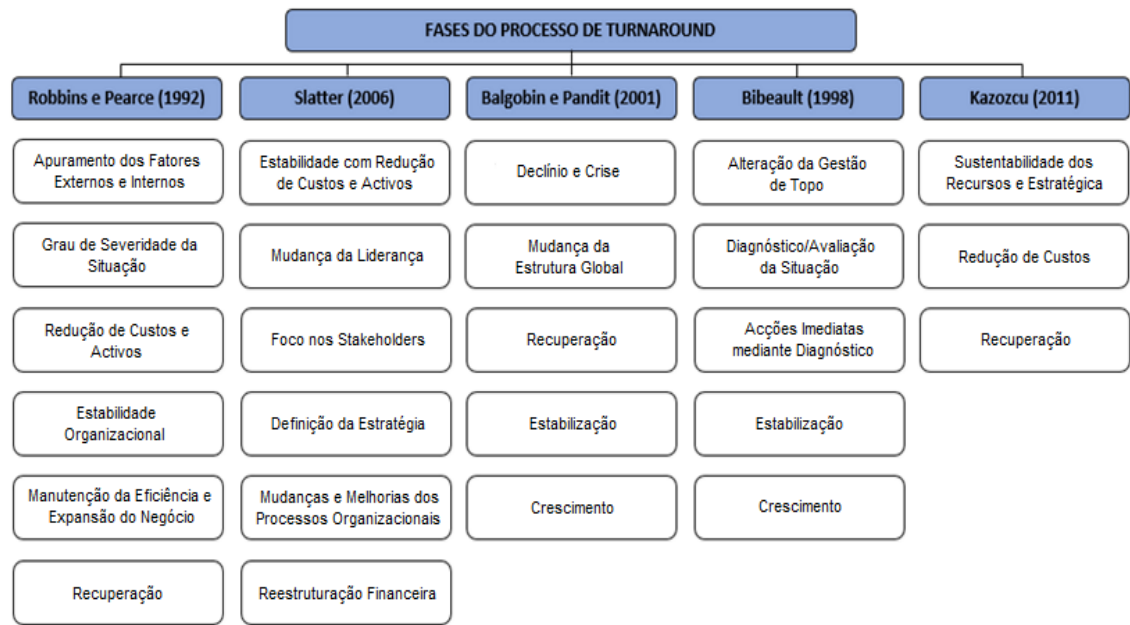
Termetal, Lda (2015). Relatório de contas e balancetes respectivos ao ano de 2015. Lisboa

Termetal, Lda (2016). Relatório de contas e balancetes respectivos ao ano de 2016. Lisboa

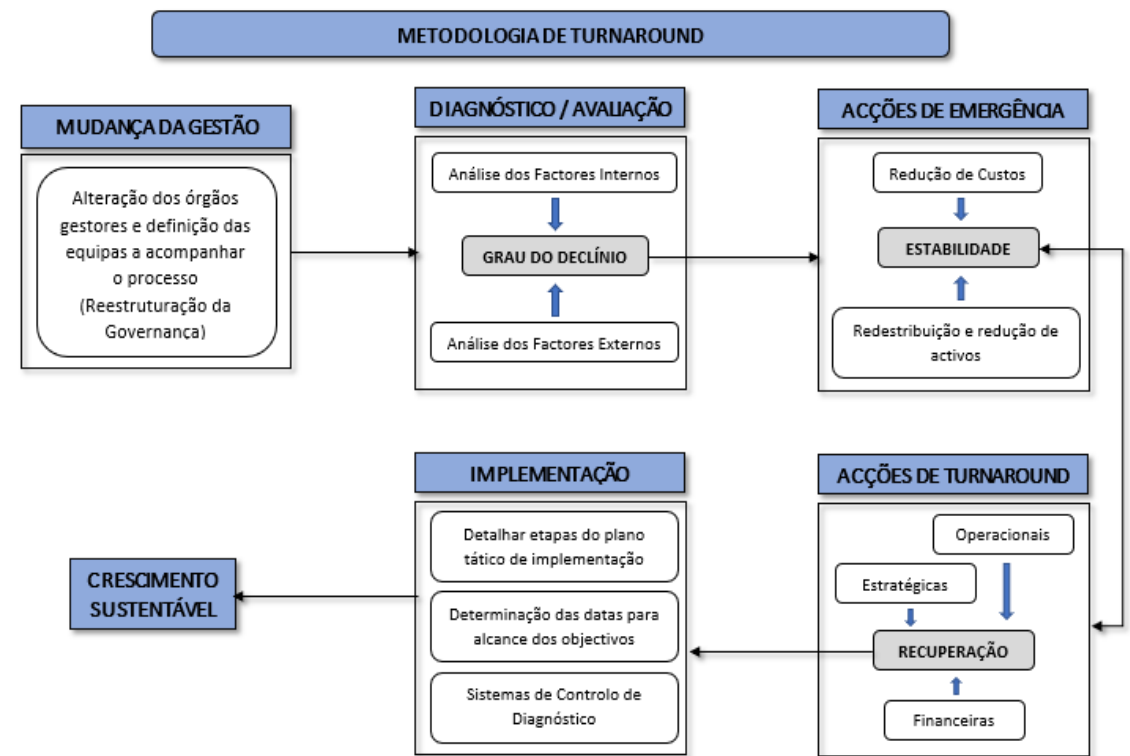
Termetal, Lda (2017). Relatório de contas e balancetes respectivos ao ano de 2017. Lisboa



7. ANEXOS



**FIGURA 7** - Metodologia de turnaround transmitida globalmente pelos autores  
**Fonte:** Elaborado pelo autor



**FIGURA 6** - Fases do processo de turnaround  
**Fonte:** Elaborado pelo autor baseado nos investigadores mencionados

MODELO DAS 5 FORÇAS DE PORTER	
A - Barreiras à Entrada de Novos Concorrentes	
Economias de escala	4
Diferenciação do produto/serviço e imagem de marca	3
Elevados custos fixos	5
Custos de mudança de fornecedores	4
Acesso aos canais de distribuição	3
Posse de Know-how/patentes tecnológicas	2
Acessos favoráveis e estratégicos a matérias-primas	3
Curva da experiência de produção	5
Políticas governamentais	1
Retalização esperada	3
<b>Média-Síntese (A):</b>	<b>3,3</b>
Grau de Influência: 1 - Muito Baixo ; 2 - Baixo ; 3 - Médio ; 4 - Alto ; 5 - Muito Alto	
B - Poder Negocial dos Clientes	
Concentração dos clientes	5
Volume de compras	2
Escassa diferenciação do produto	3
Custos de mudança de fornecedor	3
Possibilidade de integração a montante	1
Informações de preço disponíveis	3
Produtos substitutos	4
<b>Média-Síntese (B):</b>	<b>3</b>
Grau de Influência: 1 - Muito Baixo ; 2 - Baixo ; 3 - Médio ; 4 - Alto ; 5 - Muito Alto	
C - Poder Negocial dos Fornecedores	
Variedade/concentração	4
Inexistência de produtos substitutos	2
Importância do volume de compras ao fornecedor (para este)	4
Ameaça de integração a jusante	1
Produtos diferenciáveis/com elevados custos de mudança	2
<b>Média-Síntese (C):</b>	<b>2,6</b>
Grau de Influência: 1 - Muito Baixo ; 2 - Baixo ; 3 - Médio ; 4 - Alto ; 5 - Muito Alto	
D - Ameaça de Produtos Substitutos	
Relação preço/desempenho	4
Custos de mudança	2
Propensão para aquisição dos produtos substitutos	3
Investimentos iniciais para produção	1
<b>Média-Síntese (D):</b>	<b>2,5</b>
Grau de Influência: 1 - Muito Baixo ; 2 - Baixo ; 3 - Médio ; 4 - Alto ; 5 - Muito Alto	
E - Rivalidade na Indústria	
Taxa de crescimento da indústria	3
Número de concorrentes e das forças competitivas	2
Elevados custos fixos/redução de preços	5
Inexistência ou reduzida diferenciação	4
Custos de mudança de concorrente (pelo cliente)	3
Excesso de capacidade intermitente	2
Diversidade de concorrentes	3
Importância estratégica do negócio	2
Barreiras à saída	4
<b>Média-Síntese (E):</b>	<b>3,1</b>
Grau de Influência: 1 - Muito Baixo ; 2 - Baixo ; 3 - Médio ; 4 - Alto ; 5 - Muito Alto	

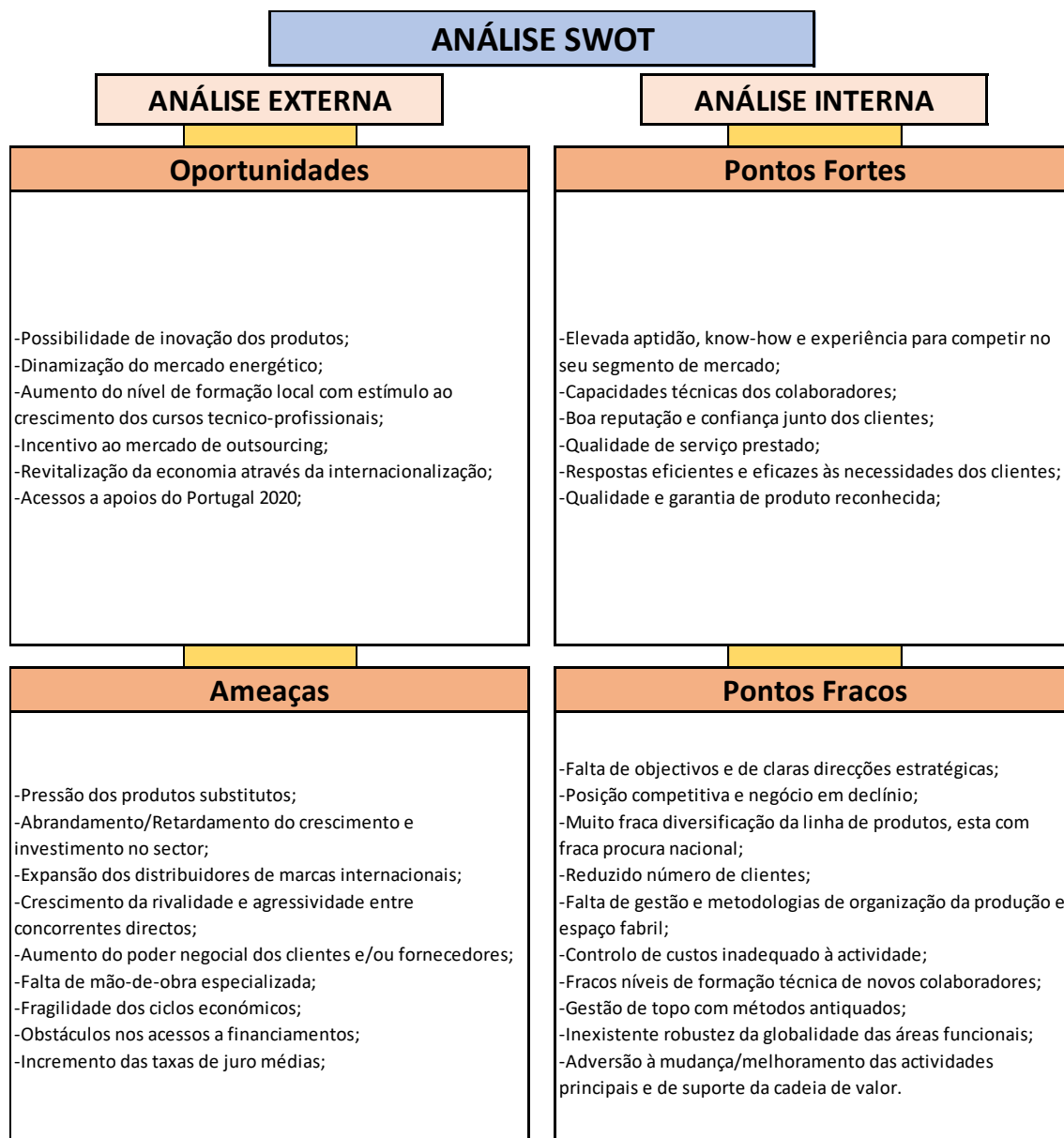
**FIGURA 8** - Modelo das 5 forças de Porter para o sector da Termetal, Lda

Fonte: Elaborado pelo próprio

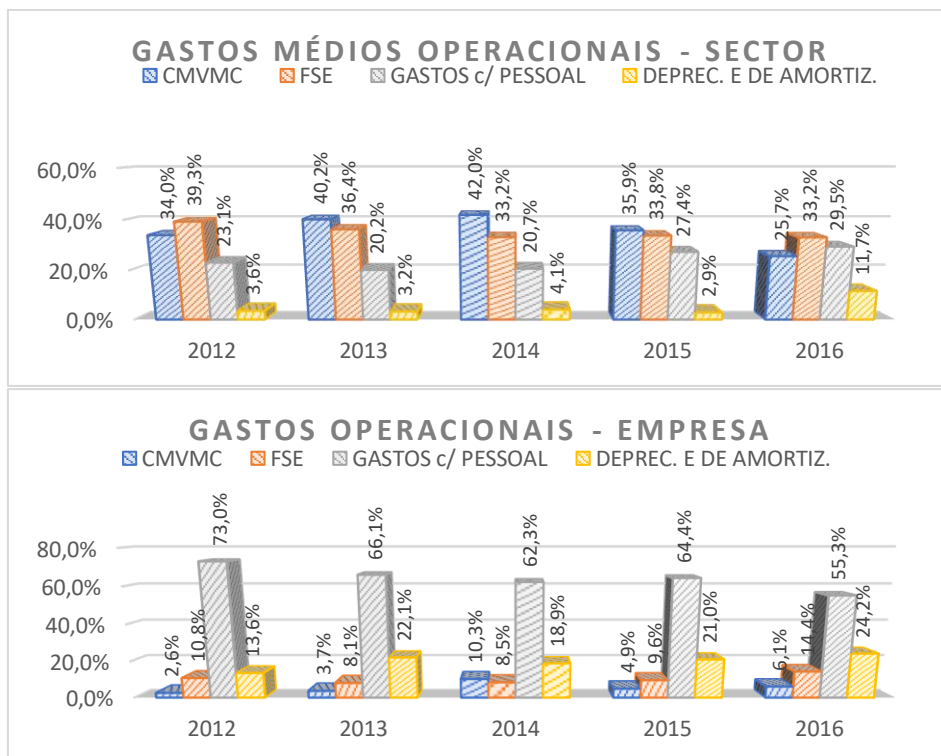
ANÁLISE À CADEIA DE VALOR	
ACTIVIDADES PRIMÁRIAS	
A - Logística de Inputs	
Sistemas adequados à gestão e controlo de materiais e stocks	1
Eficaz funcionamento dos sistemas de controlo de inventário	1
Controlo dos fluxos e ordens de entrada, e do tempo de envio de feedback aos fornecedores	2
Delimitação do Layout de armazenagem com vista à eficiente recolha e manuseamento de matérias	1
Média-Síntese (A):	1,25
B - Operações	
Eficiência das operações fabris , procurando minimizar custos	2
Nível de automação dos processos de produção	1
Workflow e Layout das instalações fabris apropriados à actividade	2
Sistemas de controlo da produção para redução de custos e aumento da qualidade do produto	1
Média-Síntese (B):	1,5
C - Logística de Outputs	
Adequados processos de carga e entrega, de forma rápida e com os mínimos constrangimentos	3
Processos eficientes de armazenamento e controlo dos produtos acabados	2
Transporte dos materiais em quantidades adequadas à respectiva redução de custos	3
Equipamentos e actividade de picking ajustados às necessidades	2
Média-Síntese (C):	2,5
D - Marketing e Vendas	
Sistemas de relacionamento com os clientes	2
Equipas de vendas competentes e motivadas	2
Inovação nas actividades de promoção e publicidade, e construção de reputação da marca	1
Avaliação e selecção dos canais de distribuição alternativos ou mais adequados	1
Apropriada identificação dos segmentos de mercado e das necessidades dos clientes	3
Média-Síntese (D):	1,75
E - Serviço	
Obtenção de feedback dos clientes e tratamento da informação	3
Resposta rápida e em conformidade às necessidades, emergências e reclamações dos clientes	3
Aptidão para o fornecimento de componentes a substituir quando necessário	3
Gestão eficiente dos preços e inventariação do equipamento	2
Qualidade do serviço prestado e formação do pessoal em contacto com o cliente	3
Política de garantias e apoios adequados aos clientes	3
Média-Síntese (E):	2,83
ACTIVIDADES SECUNDÁRIAS	
F - Infra-Estruturas	
Sistema eficaz de planeamento e estratégia para alcance dos objectivos definidos	1
Capacidade de antecipar e actuar nas tendências e acontecimentos-chave do ambiente da empresa	1
Capacidade de obtenção de fundos a baixo custo para despesas de investimento e fundo de maneio	1
Relacionamento positivo com os diversos grupos de accionistas	2
Capacidade de coordenação e integração de actividades transversais à cadeia de valor	1
Relacionamentos com o poder político e grupos de pressão, reputação e valores	2
Média-Síntese (A):	1,33
G - Gestão de Recursos Humanos	
Sistema eficaz de recrutamento, desenvolvimento e retenção de pessoal	1
Qualidade de relações entre associações e sindicatos representativos dos trabalhadores	1
Qualidade do ambiente de trabalho por forma a maximizar o desempenho global dos trabalhadores	2
Programas de recompensas e incentivos dos trabalhadores	1
Média-Síntese (A):	1,25
H - Investigação e Desenvolvimento	
Actividades de pesquisa e desenvolvimento de iniciativas para introdução de novos produtos	1
Relacionamento de colaboração entre o departamento de I&D e os restantes	1
Procura de melhores e mais adequados equipamentos e instalações	2
Desenvolvimento interno de valores e uma cultura de inovação e criatividade	1
Procura da excelência na qualificação profissional do pessoal	1
Desenvolvimento da capacidade para cumprir objectivos	1
Média-Síntese (A):	1,17
I - Compras	
Compra de matérias-primas em boas condições de relação qualidade/custo e tempos de entrega	2
Desenvolvimento de relações de mútuo ganho com os fornecedores	1
Sistema eficaz de obtenção de serviços de publicidade e utilização dos meios de comunicação	1
Análise e selecção de vários fornecedores por forma a diversificar as fontes de inputs	2
Capacidade para tomar decisões apropriadas de leasing vs compras, quando se justifica	2
Média-Síntese (A):	1,6

1 - Inexistente/Muito Mau    2 - Mau    3 - Médio    4 - Bom    5 - Excelente

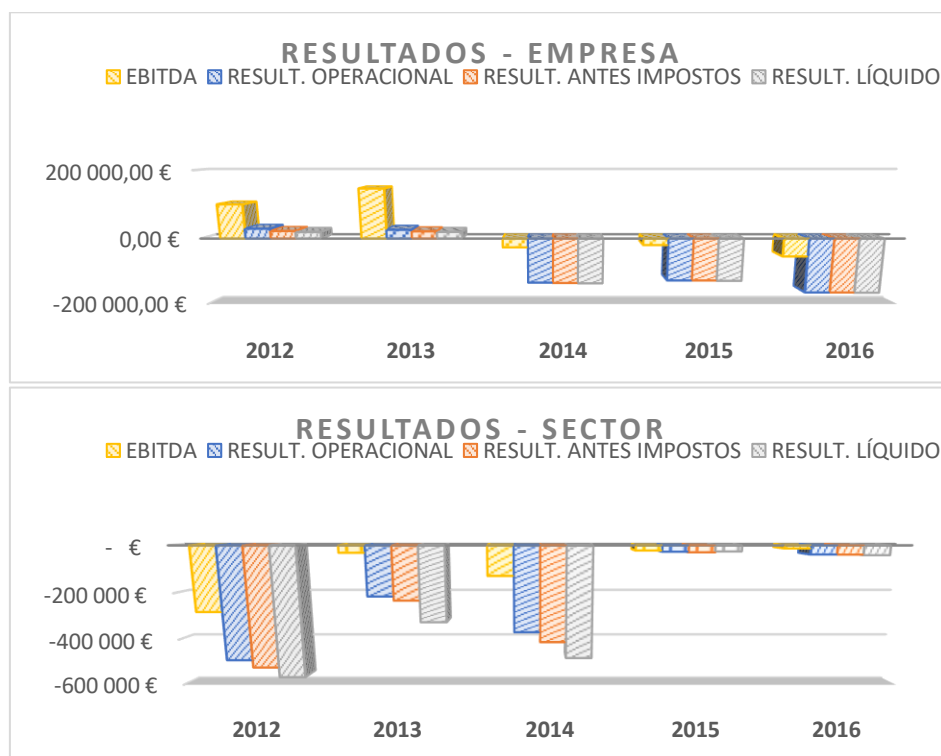
FIGURA 9 - Análise da cadeia de valor da Termetal, Lda  
Fonte: Elaborado pelo próprio



**FIGURA 10** - Matriz SWOT baseada na análise externa e interna da Termetal, Lda  
**Fonte:** Elaborado pelo próprio



**GRÁFICO 3** - Comparação dos gastos operacionais da Termetal, Lda vs Sector  
**Fonte:** Elaborado pelo autor. Quadros do Sector - Banco de Portugal (2018b)



**GRÁFICO 4** - Comparação dos resultados da Termetal, Lda vs Sector  
**Fonte:** Elaborado pelo autor. Quadros do Sector - Banco de Portugal (2018b)

**TABELA II – Tabelas da Análise Económico-Financeira da Termetal, Lda (1)**

<b>ANÁLISE AO VOLUME DE NEGÓCIOS E VENDAS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
VENDAS DE PRODUTOS E SERVIÇOS (V)	331 204,66 €	542 596,76 €	596 674,94 €	439 335,58 €	384 239,76 €	303 392,78 €	172 372,34 €
TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL NOMINAL	-	↑ 63,8%	↑ 10,0%	↓ -26,4%	↓ -12,5%	↓ -21,0%	↓ -43,2%
Taxa Anual de Inflação Total	3,65%	2,77%	0,27%	-0,28%	0,49%	0,61%	1,37%
Vendas de Produtos e Serviços s/ Efeito da Inflação	319 541,40 €	527 971,94 €	595 068,26 €	440 569,17 €	382 366,17 €	301 553,30 €	170 042,75 €
TAXA EFECTIVA DE CRESCIMENTO ANUAL	-	↑ 65,2%	↑ 12,7%	↓ -26,0%	↓ -13,2%	↓ -21,1%	↓ -43,6%
Taxa Média Geométrica Efectiva de Crescimento Anual (Ref. 2011)	-	-	-	-	-	-	↓ -8,6%
<b>ANÁLISE DAS VENDAS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
VENDA DE PRODUTOS	12,84%	13,09%	16,22%	22,01%	7,92%	38,81%	13,30%
PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS	87,16%	86,91%	83,78%	77,99%	92,08%	61,19%	86,70%
<b>ANÁLISE AOS GASTOS E RESULTADOS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
CMVMC	21 608,87 €	13 643,16 €	20 305,37 €	58 559,55 €	25 200,69 €	27 916,80 €	15 008,21 €
Fornecimento Serviços Externos	57 219,38 €	56 967,48 €	44 403,99 €	48 081,67 €	49 185,14 €	65 235,67 €	72 803,41 €
Gastos c/ Pessoal	417 603,91 €	385 389,42 €	361 385,06 €	353 893,83 €	329 138,03 €	251 076,56 €	214 796,30 €
EBITDA	-25 728,62 €	101 188,12 €	147 327,89 €	-26 120,81 €	-19 258,12 €	-53 738,70 €	-38 082,19 €
MARGEM DE CASH FLOW => EBITDA/VENDAS	↓ -7,8%	↑ 18,6%	↑ 24,7%	↓ -5,9%	↓ -5,0%	↓ -17,7%	↓ -22,1%
Gastos/Reversões de depreciação e amortização	80 712,41 €	71 678,81 €	121 037,40 €	107 386,50 €	107 396,50 €	109 980,23 €	3 093,75 €
RESULTADO OPERACIONAL (RO, EBIT ou RAJI)	-106 441,03 €	29 509,31 €	26 290,49 €	-133 507,31 €	-126 644,62 €	-163 718,93 €	-41 175,94 €
Juros e gastos similares suportados	15 944,92 €	6 867,98 €	4 562,45 €	966,49 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Imposto sobre o rendimento do período	1 280,20 €	3 048,40 €	2 054,00 €	1 155,00 €	1 155,00 €	846,51 €	870,71 €
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS (RAI)	-122 385,95 €	22 641,33 €	21 728,04 €	-134 473,80 €	-126 644,62 €	-163 718,93 €	-41 175,94 €
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO (RL)	-123 666,15 €	19 592,93 €	19 673,42 €	-135 628,80 €	-127 799,62 €	-164 565,44 €	-42 046,65 €
<b>ANÁLISE À RENDIBILIDADE ECONÓMICA</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Activo Total (AT)	1 069 354,03 €	1 609 946,37 €	1 218 977,44 €	1 137 708,26 €	998 646,84 €	867 246,75 €	812 840,79 €
RENDIBILIDADE OPERACIONAL DAS VENDAS (RO / V)	↓ -32,1%	↑ 5,4%	↑ 4,4%	↓ -30,4%	↓ -33,0%	↓ -54,0%	↓ -23,9%
ROTAÇÃO DO ACTIVO (V / AT)	0,31	0,34	0,49	0,39	0,38	0,35	0,21
ROA (Return on Assets) - RENDIBILIDADE DO ACTIVO (RO / AT)	↓ -10,0%	↑ 1,8%	↑ 2,2%	↓ -11,7%	↓ -12,7%	↓ -18,9%	↓ -5,1%
Activos Fixos Tangíveis (AFT)	383 855,14 €	312 176,33 €	586 138,93 €	478 752,43 €	371 365,93 €	286 135,75 €	85 542,00 €
(Necessidades Cíclicas de Exploração)							
Inventários	454 484,29 €	393 050,57 €	365 762,95 €	334 229,31 €	324 094,66 €	290 817,22 €	313 483,62 €
Clientes	199 833,91 €	873 766,92 €	237 229,37 €	299 404,90 €	233 642,39 €	268 874,08 €	374 334,09 €
Estado e Outros Entes Públicos	332,69 €	0,00 €	2 089,84 €	3 636,19 €	5 318,37 €	7 208,77 €	8 227,89 €
Diferimentos de Exploração	2 352,47 €	1 962,90 €	2 009,60 €	1 857,04 €	4 318,52 €	1 567,23 €	1 720,49 €
Outros Devedores de Exploração	79,00 €	79,00 €	340,91 €	13,48 €	13,48 €	171,19 €	13,48 €
NECESSIDADES CÍCLICAS TOTAIS (NCT ou AC-Activo Corrente)	657 082,36 €	1 268 859,39 €	607 432,67 €	639 140,92 €	567 387,42 €	568 638,49 €	697 779,57 €
(Recursos Cíclicos de Exploração)							
Fornecedores	35 390,06 €	598 393,32 €	316 284,04 €	33 488,27 €	42 724,19 €	53 522,52 €	44 370,86 €
Estado e Outros Entes Públicos	17 592,04 €	40 511,76 €	22 381,60 €	21 151,53 €	17 494,59 €	17 447,35 €	14 956,08 €
Diferimentos de Exploração	669,50 €	0,00 €	0,00 €	714,18 €	385 602,68 €	714,18 €	714,18 €
Outros Credores de Exploração	54 131,13 €	51 376,70 €	45 772,18 €	402 443,46 €	714,18 €	30 579,59 €	29 863,21 €
RECURSOS CÍCLICOS TOTAIS (RCT)	107 782,73 €	690 281,78 €	384 437,82 €	457 797,44 €	446 535,64 €	102 263,64 €	89 904,33 €
NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO (NFM)	549 299,63 €	578 577,61 €	222 994,85 €	181 343,48 €	120 851,78 €	466 374,85 €	607 875,24 €
Activo de Exploração (AE) (AFT+NCT)	1 040 937,50 €	1 581 035,72 €	1 193 571,60 €	1 117 893,35 €	938 753,35 €	854 774,24 €	783 321,57 €
RAE - RENDIBILIDADE DO ACTIVO DE EXPLORAÇÃO/ECONÓMICO (RO / AE)	↓ -10,2%	↑ 1,9%	↑ 2,2%	↓ -11,9%	↓ -13,5%	↓ -19,2%	↓ -5,3%
ROTAÇÃO DO ACTIVO DE EXPLORAÇÃO/ECONÓMICO (V / AE)	0,318	0,343	0,500	0,393	0,409	0,355	0,220
<b>RISCO OPERACIONAL / ECONÓMICO / DE EXPLORAÇÃO</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Vendas de Produtos e Serviços (V)	331 204,66 €	542 596,76 €	596 674,94 €	439 335,58 €	384 239,76 €	303 392,78 €	172 372,34 €
Despesas Fixas Operac. = 98% FSE + 95% Gastos c/ Pessoal	452 798,71 €	421 948,08 €	386 831,72 €	383 319,18 €	360 882,57 €	302 453,69 €	275 403,83 €
Despesas Variáveis = 2% FSE + 5% Gastos c/ Pessoal + CMVMC	43 633,45 €	34 051,98 €	39 262,70 €	77 215,87 €	42 641,29 €	41 775,34 €	27 204,09 €
Margem Bruta de Contrib. (MBC) (V - Desp. Variáveis)	287 571,21 €	508 544,78 €	557 412,24 €	362 119,71 €	341 598,47 €	261 617,44 €	145 168,25 €
Ponto Crítico Vendas (PCV) (Desp. Fixas / (MBC/V))	521 502,29 €	450 201,58 €	414 079,16 €	465 055,48 €	405 931,07 €	350 749,80 €	327 013,68 €
MARGEM DE SEGURANÇA (MS) (V/PCV) - 1	↓ -36,5%	↑ 20,5%	↑ 44,1%	↓ -5,5%	↓ -5,3%	↓ -13,5%	↓ -47,3%
QUEBRA DE VENDAS ADMISSÍVEL % 1 - (PCV/V)	↓ -57,5%	↑ 17,0%	↑ 30,6%	↓ -5,9%	↓ -5,6%	↓ -15,6%	↓ -89,7%
Resultado de Exploração/Operacional	-106 441,03 €	29 509,31 €	26 290,49 €	-133 507,31 €	-126 644,62 €	-163 718,93 €	-41 175,94 €
EFEITO DE ALAVANCA OPERACIONAL (EAO) (Δ RO / Δ V)	-	-0,21	-0,81	-0,47	1,01	0,65	0,16
GRAU ECONÓMICO DE ALAVANCA (GEA) (MB / RO)	-2,70	17,23	21,20	-2,71	-2,70	-1,60	-3,53

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos relatórios de contas.

**TABELA III – Tabelas da Análise Económico-Financeira da Termetal, Lda (2)**

<b>ANÁLISE À RENDIBILIDADE FINANCEIRA</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Resultado Antes de Juros e Impostos (RO, EBIT ou RAI)	-106 441,03 €	29 509,31 €	26 290,49 €	-133 507,31 €	-126 644,62 €	-163 718,93 €	-41 175,94 €
Juros e gastos similares suportados (J) (P x i)	15 944,92 €	6 867,98 €	4 562,45 €	966,49 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Resultado Antes de Impostos (RAI)	-122 385,95 €	22 641,33 €	21 728,04 €	-134 473,80 €	-126 644,62 €	-163 718,93 €	-41 175,94 €
Imposto sobre o rendimento do período (I)	1 280,20 €	3 048,40 €	2 054,00 €	1 155,00 €	1 155,00 €	846,51 €	870,71 €
<b>TAXA DE IMPOSTO SOBRE OS LUCROS (t) (I / RAI)</b>	<b>↓ -1,0%</b>	<b>↑ 13,5%</b>	<b>↑ 9,5%</b>	<b>↓ -0,9%</b>	<b>↓ -0,9%</b>	<b>↓ -0,5%</b>	<b>↓ -2,1%</b>
<b>INCIDÊNCIA FISCAL (1-t)</b>	<b>1,01</b>	<b>0,87</b>	<b>0,91</b>	<b>1,01</b>	<b>1,01</b>	<b>1,01</b>	<b>1,02</b>
<b>EFEITO DOS GASTOS FINANCEIROS LÍQUIDOS (RAI / RO)</b>	<b>↑ 115,0%</b>	<b>↑ 76,7%</b>	<b>↑ 82,6%</b>	<b>↑ 100,7%</b>	<b>↑ 100,0%</b>	<b>↑ 100,0%</b>	<b>↑ 100,0%</b>
Capitais Próprios (CP)	454 237,27 €	473 830,20 €	493 503,62 €	357 874,82 €	230 075,20 €	65 509,79 €	23 463,14 €
Passivo Total (PT)	615 116,76 €	1 136 116,17 €	725 473,82 €	779 833,44 €	768 571,64 €	801 736,96 €	789 377,65 €
Activo Total (AT)	1 069 354,03 €	1 609 946,37 €	1 218 977,44 €	1 137 708,26 €	998 646,84 €	867 246,75 €	812 840,79 €
Vendas (V)	331 204,66 €	542 596,76 €	596 674,94 €	439 335,58 €	384 239,76 €	303 392,78 €	172 372,34 €
Resultado Líquido (RL)	-123 666,15 €	19 592,93 €	19 673,42 €	-135 628,80 €	-127 799,62 €	-164 565,44 €	-42 046,65 €
<b>CUSTO DO PASSIVO DE FINANCIAMENTO / DA DÍVIDA (i) (I / PT)</b>	<b>↑ 2,6%</b>	<b>↑ 0,6%</b>	<b>↑ 0,6%</b>	<b>↑ 0,1%</b>	<b>↓ 0,0%</b>	<b>↓ 0,0%</b>	<b>↓ 0,0%</b>
<b>ALAVANCA FINANCEIRA / COMPOSIÇÃO DAS ORIGENS DE FUNDOS (PT / CP)</b>	<b>1,35</b>	<b>2,40</b>	<b>1,47</b>	<b>2,18</b>	<b>3,34</b>	<b>12,24</b>	<b>33,64</b>
RLV - Rentabilidade Líquida das Vendas (RL / V)	-0,37	0,04	0,03	-0,31	-0,33	-0,54	-0,24
ROA - Rentabilidade do Ativo	↓ -10,0%	↑ 1,8%	↑ 2,2%	↓ -11,7%	↓ -12,7%	↓ -18,9%	↓ -5,1%
Spread entre ROA e o custo do passivo de financiamento i	-0,125	0,012	0,015	-0,119	-0,127	-0,189	-0,051
<b>ROE-RENDIBILIDADE DOS CAPITALS PRÓPRIOS (ROA + P/CP x (ROA-i)) x (1-</b>	<b>↓ -27,2%</b>	<b>↑ 4,1%</b>	<b>↑ 4,0%</b>	<b>↓ -37,9%</b>	<b>↓ -55,5%</b>	<b>↓ -251,2%</b>	<b>↓ -179,2%</b>
<b>RISCO FINANCEIRO</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Vendas de Produtos e Serviços (V)	331 204,66 €	542 596,76 €	596 674,94 €	439 335,58 €	384 239,76 €	303 392,78 €	172 372,34 €
Desp. Fixas Totais = Desp. Fixas Operac. + Juros e gastos similares	468 743,63 €	428 816,06 €	391 394,17 €	384 285,67 €	360 882,57 €	302 453,69 €	275 403,83 €
Margem Bruta de Contribuição (MBC) (V - Desp. Variáveis)	287 571,21 €	508 544,78 €	557 412,24 €	362 119,71 €	341 598,47 €	261 617,44 €	145 168,25 €
P.C. Financeiro das Vendas c/ Juros (PCFV) (Desp. Fixas Totais*V) / MBC	539 866,54 €	457 529,43 €	418 962,98 €	466 228,05 €	405 931,07 €	350 749,80 €	327 013,68 €
<b>MARGEM DE SEGURANÇA (MS) (V/PCFV) - 1</b>	<b>↓ -38,7%</b>	<b>↑ 18,6%</b>	<b>↑ 42,4%</b>	<b>↓ -5,8%</b>	<b>↓ -5,3%</b>	<b>↓ -13,5%</b>	<b>↓ -47,3%</b>
<b>QUEBRA DE VENDAS ADMISSÍVEL % 1 - (PCFV/V)</b>	<b>↓ -63,0%</b>	<b>↑ 15,7%</b>	<b>↑ 29,8%</b>	<b>↓ -6,1%</b>	<b>↓ -5,6%</b>	<b>↓ -15,6%</b>	<b>↓ -89,7%</b>
Resultado Operacional	-106 441,03 €	29 509,31 €	26 290,49 €	-133 507,31 €	-126 644,62 €	-163 718,93 €	-41 175,94 €
Resultado Antes de Impostos	-122 385,95 €	22 641,33 €	21 728,04 €	-134 473,80 €	-126 644,62 €	-163 718,93 €	-41 175,94 €
<b>GRAU FINANCEIRO DE ALAVANCA (GFA) (RO / RAI)</b>	<b>0,87</b>	<b>1,30</b>	<b>1,21</b>	<b>0,99</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>
<b>INVENTÁRIOS / DURAÇÃO DO CICLO DE EXPLORAÇÃO</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Prazo Médio Produtos Acabados (Prod. Acab. / Custo Vendas) * 365	857	1369	393	80	173	194	344
Prazo Médio dos Inventários (Inventários / CMVMC) * 365	7677	10515	6575	2083	4694	3802	7624
Rotação dos Inventários (CMVMC / Inventários) * 365	17	13	20	64	28	35	17
Vendas Médias Diárias (VMD) (V / 365)	907,4 €	1 486,6 €	1 634,7 €	1 203,7 €	1 052,7 €	831,2 €	472,3 €
Prazo Médio de Pagamentos (Fornecedores / VMD)	39	403	193	28	41	64	94
Prazo Médio de Recebimentos (Clientes / VMD)	220	588	145	249	222	323	793
Necessidade de Fundo de Maneio de Exploração (NFM) - Dias	605	389	136	151	115	561	1287
NFM de Extra-Exploração - Dias	8	3	3	3	3	4	13
<b>NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO TOTAIS (NFM) - Valor</b>	<b>556 618,21 €</b>	<b>583 545,12 €</b>	<b>227 278,35 €</b>	<b>184 649,93 €</b>	<b>123 915,31 €</b>	<b>469 605,11 €</b>	<b>614 030,04 €</b>
<b>NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO TOTAIS (NFM) - Dias</b>	<b>613</b>	<b>393</b>	<b>139</b>	<b>153</b>	<b>118</b>	<b>565</b>	<b>1300</b>
<b>FUNDO DE MANEIO (FM) - Valor</b>	<b>470 271,14 €</b>	<b>482 652,37 €</b>	<b>228 363,19 €</b>	<b>200 120,89 €</b>	<b>179 707,77 €</b>	<b>478 847,36 €</b>	<b>637 394,46 €</b>
<b>FUNDO DE MANEIO (FM) - Dias</b>	<b>518</b>	<b>325</b>	<b>140</b>	<b>166</b>	<b>171</b>	<b>576</b>	<b>1350</b>
<b>INDICADOR Z-SCORE (ALTMAN)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
X1 = Ativo Corrente / Activo Total	0,614	0,788	0,498	0,562	0,568	0,656	0,858
X2 = (Resultado Líquido + RL Transitados) / Ativo Total	-0,116	0,012	0,016	-0,119	-0,128	-0,190	-0,052
X3 = Resultado Operacional / Ativo Total	-0,100	0,018	0,022	-0,117	-0,127	-0,189	-0,051
X4 = Valor Contabilístico da EMPRESA(CP) / Passivo Total	0,738	0,417	0,680	0,459	0,299	0,082	0,030
X5 = Vendas / Ativo Total	0,310	0,337	0,489	0,386	0,385	0,350	0,212
<b>Z-SCORE = (0,717*X1) + (0,847*X2) + (3,107*X3) + (0,42*X4) + (0,998*X5)</b>	<b>0,653</b>	<b>1,144</b>	<b>1,212</b>	<b>0,515</b>	<b>0,415</b>	<b>0,106</b>	<b>0,638</b>

**Fonte:** Elaborado pelo autor, com base nos relatórios de contas.



TABELA IV – Tabelas de Cálculo do Enterprise Value da Estratégia “As Is”

REESTRUTURAÇÃO	Real 2017	Período explícito de previsão				n+1 2022
Taxa de crescimento do volume de negócios (%)		-26,0%	-20,0%	-15,0%	-10,0%	-5,0%
Margem EBIT (%)	-23,9%	-23,9%	-23,9%	-23,9%	-23,9%	-23,9%
Volume de Negócios/VLC dos ativos fixos	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02
Investimento em FMN/volume de negócios (%)	369,8%	369,8%	369,8%	369,8%	369,8%	369,8%
Taxa de imposto (%)	-2,10%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Amortizações/VLC dos ativos fixos (%)	3,62%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Dívida financeira/EBITDA (a)	-8,43	-8,43	-8,43	-8,43	-8,43	-8,43
Taxa de ativos sem risco (Rf)	1,83%	Banco Portugal, OT a 10 anos (média Jan.-Set. 2018)				
Premio de Risco (Rm-Rf)	7,96%	"Damodaran" - Equity Risk Premium				
Custo oportunidade capital p/ investidor (Re)	9,8%	$Re = Rf + (Rm - Rf) \times \beta_u$ , com $\beta_u = 1$ (100% CP)				
Taxa de juro do passivo remunerado (Rd)	0,0%					
Dívida financeira = (a)*EBITDA	320 998,50 €	$WACC = \frac{Re \times CP}{P + CP} + \frac{Rd \times i \times P}{P + CP}$				
Rácio D/CP de mercado	13,7	$FCFF = EBIT \times (1 - t) - FM - \Delta CFLE$				
Capital Próprio (apurado pelo D/E)	23463	$EV = \text{Valor Atualizado (FCFF's + VR)}$				
WACC (Custo Médio Ponderado do Capital)	0,7%					
Taxa de crescimento dos cash-flows após n+1 (g)	-5,0%					

CÁLCULO FREE CASH-FLOW's TO FIRM	Real 2017	Período explícito de previsão				n+1 2022
Volume de negócios	172372	127 555,53 €	102 044,43 €	86 737,76 €	78 063,99 €	74 160,79 €
EBIT	-41176	-30 470,20 €	-24 376,16 €	-20 719,73 €	-18 647,76 €	-17 715,37 €
Amortizações	3094	2 289,38 €	1 831,50 €	1 556,78 €	1 401,10 €	1 331,04 €
EBITDA	-38082	-28 180,82 €	-22 544,66 €	-19 162,96 €	-17 246,66 €	-16 384,33 €
Imposto sobre lucros	865	639,87 €	511,90 €	435,11 €	391,60 €	372,02 €
CAPEX		-19 951,55 €	-10 828,72 €	-6 039,35 €	-2 903,38 €	-605,97 €
Investimento em FMN (working capital)		-165 722,56 €	-94 334,38 €	-56 600,63 €	-32 073,69 €	-14 433,16 €
Free cash-flow to firm		156 853,41 €	82 106,54 €	43 041,91 €	17 338,80 €	-1 717,22 €

Cálculo Atualizado do Enterprise Value (EV)						
Rúbrica		2018	2019	2020	2021	2022
Free cash-flow to firm		156 853,41 €	82 106,54 €	43 041,91 €	17 338,80 €	
Valor residual					-30 301,83 €	
Free cash-flow to firm + Valor residual		156 853,41 €	82 106,54 €	43 041,91 €	-12 963,03 €	
Enterprise Value (EV)	266 405,15 €					

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos pressupostos estabelecidos.

TABELA V – Tabelas de Cálculo do Enterprise Value da Estratégia “To Be”

REESTRUTURAÇÃO	Real 2017	Período explícito de previsão				n+1 2022
Taxa de crescimento do volume de negócios (%)		15,0%	25,0%	70,0%	40,0%	2,0%
Margem EBIT (%)	-23,89%	-5,0%	5,0%	10,0%	15,0%	20,0%
Volume de Negócios/VLC dos ativos fixos	2,02	2,02	2,18	2,23	1,86	2,14
Investimento em FMN/volume de negócios (%)	369,8%	71,2%	50,7%	50,7%	50,7%	50,7%
Taxa de imposto (%)	-2,10%	-2,10%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
Amortizações/VLC dos ativos fixos (%)	3,62%	3,62%	14,29%	14,29%	14,29%	14,29%
Dívida financeira/EBITDA	-8,43	-8,43	-8,43	-8,43	-8,43	-8,43
Taxa de ativos sem risco (Rf)	1,83%	→ Banco Portugal, OT a 10 anos (média Jan.-Set. 2018)				
Premio de Risco (Rm-Rf)	7,96%	→ "Damodaran" - Equity Risk Premium				
Custo oportunidade capital p/investidor (Re)	9,8%	→ $Re = Rf + (Rm - Rf) \times \beta_u$ , com $\beta_u = 1$ (100% CP)				
Taxa de juro do passivo remunerado (Rd)	6,0%	→ Al. m do nº1, do art. 23º-A do CIRC - Valor dedutível PME's				
Dívida financeira	320 998,50 €	$WACC = \frac{Re \times CP}{P + CP} + \frac{Rd \times i \times P}{P + CP}$ $FCFF = EBIT \times (1 - t) - FM - \Delta CFLE$ $EV = \text{Valor Actualizado (FCFF's + VR)}$				
Rácio Debt/Equity de mercado	13,7					
Capital Próprio (apurado pelo D/E)	23 463,14 €					
WACC (Custo Médio Ponderado do Capital)	6,4%					
Taxa de crescimento dos cash-flows após n+1 (g)	2,0%					

CÁLCULO FREE CASH-FLOW's TO FIRM	Real 2017	2018	2019	2020	2021	n+1 2022
Volume de negócios	172 372,34 €	198 228,19 €	247 785,24 €	421 234,91 €	589 728,87 €	601 523,45 €
EBIT	-41 175,94 €	-9 911,41 €	12 389,26 €	42 123,49 €	88 459,33 €	120 304,69 €
Amortizações	3 093,75 €	3 557,81 €	16 220,29 €	26 934,57 €	45 179,47 €	40 077,43 €
EBITDA	-38 082,19 €	-6 353,60 €	28 609,55 €	69 058,06 €	133 638,80 €	160 382,12 €
Imposto sobre lucros	864,69 €	208,14 €	2 106,17 €	7 160,99 €	15 038,09 €	20 451,80 €
CAPEX		16 389,11 €	38 928,69 €	104 569,51 €	135 538,41 €	45 578,25 €
Investimento em FMN (working capital)		18 417,87 €	25 117,96 €	87 912,84 €	85 401,05 €	5 978,07 €
Free cash-flow to firm		-41 368,72 €	-37 543,27 €	-130 585,29 €	-102 338,74 €	88 373,99 €

Cálculo do Enterprise Value (EV)						
Rúbrica		2018	2019	2020	2021	2022
Free cash-flow to firm		-41 368,72 €	-37 543,27 €	-130 585,29 €	-102 338,74 €	
Valor residual					2 019 617,35 €	
Free cash-flow to firm + Valor residual		-41 368,72 €	-37 543,27 €	-130 585,29 €	1 917 278,61 €	
Enterprise Value (EV)	1 316 767,55 €					

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos pressupostos estabelecidos.



**TABELA VI** - Resumo dos dados retirados dos relatórios de contas da Termetal

RÚBRICA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>ATIVO</b>							
Activos fixos Tangíveis	383 855,14 €	312 176,33 €	586 138,93 €	478 752,43 €	371 365,93 €	286 135,75 €	85 542,00 €
Investimentos Financeiros	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
<b>Total dos Activos Não Correntes</b>	<b>383 855,14 €</b>	<b>312 176,33 €</b>	<b>586 138,93 €</b>	<b>478 752,43 €</b>	<b>371 365,93 €</b>	<b>286 135,75 €</b>	<b>85 542,00 €</b>
Inventários	454 484,29 €	393 050,57 €	365 762,95 €	334 229,31 €	324 094,66 €	290 817,22 €	313 483,62 €
Clientes	199 833,91 €	873 766,92 €	237 229,37 €	299 404,90 €	233 642,39 €	268 874,08 €	374 334,09 €
Estado e outros entes públicos	332,69 €	- €	2 089,84 €	3 636,19 €	5 318,37 €	7 208,77 €	8 227,89 €
Outras contas a receber	79,00 €	79,00 €	340,91 €	13,48 €	13,48 €	171,19 €	13,48 €
Diferimentos	2 352,47 €	1 962,90 €	2 009,60 €	1 857,04 €	4 318,52 €	1 567,23 €	1 720,49 €
Activos financeiros detidos para negociação	24 173,74 €	18 171,42 €	18 171,42 €	5 449,02 €	6 745,29 €	8 756,81 €	9 443,10 €
Caixa e depósitos bancários	4 242,79 €	10 739,23 €	7 234,42 €	14 365,89 €	53 148,20 €	3 715,70 €	20 076,12 €
<b>Total dos Activos Correntes</b>	<b>685 498,89 €</b>	<b>1 297 770,04 €</b>	<b>632 838,51 €</b>	<b>658 955,83 €</b>	<b>627 280,91 €</b>	<b>581 111,00 €</b>	<b>727 298,79 €</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>1 069 354,03 €</b>	<b>1 609 946,37 €</b>	<b>1 218 977,44 €</b>	<b>1 137 708,26 €</b>	<b>998 646,84 €</b>	<b>867 246,75 €</b>	<b>812 840,79 €</b>
<b>CAPITAIS PRÓPRIOS</b>							
Capital realizado	199 519,16 €	199 519,16 €	199 519,16 €	199 519,16 €	199 519,16 €	199 519,16 €	199 519,16 €
Reservas legais	39 903,83 €	39 903,83 €	39 903,83 €	39 903,83 €	39 903,83 €	39 903,83 €	39 903,83 €
Outras reservas	157 600,70 €	157 600,70 €	157 600,70 €	157 600,70 €	157 600,70 €	157 600,70 €	157 600,70 €
Resultados transitados	180 879,73 €	57 213,58 €	76 806,51 €	96 479,93 €	-	-	-
Resultado líquido do exercício	- 123 666,15 €	19 592,93 €	19 673,42 €	- 135 628,80 €	- 127 799,62 €	- 164 565,41 €	- 42 046,65 €
<b>Total dos Capitais Próprios</b>	<b>454 237,27 €</b>	<b>473 830,20 €</b>	<b>493 503,62 €</b>	<b>357 874,82 €</b>	<b>230 075,20 €</b>	<b>65 509,79 €</b>	<b>23 463,14 €</b>
<b>PASSIVO</b>							
Financiamentos obtidos	399 889,01 €	320 998,50 €	320 998,50 €	320 998,50 €	320 998,50 €	320 998,50 €	320 998,50 €
Outras dívidas a pagar	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
<b>Total dos Passivos Não Correntes</b>	<b>399 889,01 €</b>	<b>320 998,50 €</b>	<b>320 998,50 €</b>	<b>320 998,50 €</b>	<b>320 998,50 €</b>	<b>699 473,32 €</b>	<b>699 473,32 €</b>
Fornecedores	35 390,06 €	598 393,32 €	316 284,04 €	33 488,27 €	42 724,19 €	53 522,52 €	44 370,86 €
Estado e outros entes públicos	17 592,04 €	40 511,76 €	22 381,60 €	21 151,53 €	17 494,59 €	17 447,35 €	14 956,08 €
Financiamentos obtidos	107 445,02 €	124 835,89 €	20 037,50 €	1 037,50 €	1 037,50 €	- €	- €
Outras contas a pagar	54 131,13 €	51 376,70 €	45 772,18 €	402 443,46 €	714,18 €	30 579,59 €	29 863,21 €
Diferimentos	669,50 €	- €	- €	714,18 €	385 602,68 €	714,18 €	714,18 €
<b>Total dos Passivos Correntes</b>	<b>215 227,75 €</b>	<b>815 117,67 €</b>	<b>404 475,32 €</b>	<b>458 834,94 €</b>	<b>447 573,14 €</b>	<b>102 263,64 €</b>	<b>89 904,33 €</b>
<b>Total do Passivo</b>	<b>615 116,76 €</b>	<b>1 136 116,17 €</b>	<b>725 473,82 €</b>	<b>779 833,44 €</b>	<b>768 571,64 €</b>	<b>801 736,96 €</b>	<b>789 377,65 €</b>

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos relatórios de contas da empresa.